

Université de Montréal

Importance et imperfections des marchés financiers  
dans les pays en voie de développement  
Cas de la bourse des valeurs mobilières de Tunis

Par

Tejeddine Ben Ouali

Département de sciences économiques

Faculté des arts et des sciences

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures  
en vue de l'obtention du grade de  
Maître ès sciences (M.Sc.) en sciences économiques

Mars, 1990

Tejeddine Ben Ouali, Mars 1990

Université de Montreal

Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé  
Importance et imperfections des marchés financiers  
dans les pays en voie de développement Cas de la bourse  
des valeurs mobilières de Tunis

présenté par :

Tejeddine Ben Ouali

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Mémoire accepté le : -----

## Sommaire

L'objet de ce mémoire est de montrer la contribution des marchés financiers à la croissance économique des pays en voie de développement. Pour cela, nous avons estimé une fonction d'épargne tenant compte des marchés boursiers en ajoutant une variable explicative qui a amélioré le modèle de McKinnon (1973), dans lequel le taux d'épargne dans une économie est fonction croissante du revenu et du degré d'intermédiation financière.

Les coefficients relatifs aux différentes variables de développement du système financier, se sont avérés significatifs pour le cas de 39 pays hétérogènes et pour 19 pays en voie de développement. Nous sommes arrivés à la conclusion que ce sont non seulement les institutions de collecte de l'épargne et les banques qui aident à l'accroissement du taux d'épargne, mais aussi les bourses des valeurs mobilières.

Saisissant cela, nous avons essayé de détecter les imperfections de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis en nous intéressant au degré d'accès de l'épargnant tunisien mal informé et ignorant l'institution, à la dominance des banques intermédiaires, à la suprématie de l'Etat, à la cotation des entreprises publiques et des sociétés anonymes, et aux possibilités offertes sur les

catégories de titres traitées. Pour voir les variables influant les non résidents à investir sur le parquet de Tunis, nous avons estimé les valeurs de transactions effectuées par les non résidents en fonction du taux de change réel, du différentiel des taux d'intérêt, et des termes de l'échange. Les résultats pour la période 1974-1987 se sont avérés conformes à la théorie.

Une stabilité sociopolitique, une convertibilité unanime du dinar et une libéralisation des mouvements de capitaux, conjugués avec les facteurs sus-mentionnés, pourront faire de la Tunisie une place financière internationale et arabe.

A la fin de cet écrit, nous avons proposé certaines stratégies qui aideront à l'activation de la bourse de Tunis.

Les propositions sont basées essentiellement sur la remédiation aux insuffisances détectées: essai d'atteindre le maximum de ménages, par la formation et le lancement de courtiers rémunérés uniquement à commission, favorisation de l'initiative privée, amélioration des Sociétés d'investissement à capital variable (S.I.C.A.V.) par la diversité de programmes à offrir, et spécialisation des fonds mutuels pour répondre aux objectifs des investisseurs.

## Table des matières

|  |    |     |
|--|----|-----|
| - Sommaire .....   | p. | 1   |
| - Table des matières .....   | p. | iii |
| - Liste des tableaux .....   | p. | v   |
| - Remerciements .....  | p. | vii |
| - Introduction .....   | p. | 1   |
| - Chapitre premier: Rôle et importance des marchés<br>financiers .....                       | p. | 3   |
| - Section 1: Aperçu sur l'économie Tunisienne .....  | p. | 3   |
| - I.1.1. - Vue d'ensemble sur la situation en Tunisie p.                                     |    | 3   |
| - I.1.2. - La Tunisie et l'ajustement structurel ....  | p. | 7   |
| - Section 2: Une approche microéconomique sur l'im-<br>portance des marchés financiers ..... | p. | 11  |
| - I.2.1. - Situation où il n'y a pas d'intermédiaire<br>financier .....                      | p. | 12  |
| - I.2.2. - Situation où il existe un intermédiaire<br>financier .....                        | p. | 14  |
| - Section 3: La contribution du marché financier au<br>développement économique .....        | p. | 18  |
| - I.3.1. - Définition du marché des capitaux et l'ob-<br>jectif de croissance .....          | p. | 18  |
| - I.3.2. - Survol des différentes études sur l'inter-<br>médiation financière .....          | p. | 20  |
| - Section 4: Le rôle des marchés financiers dans la<br>croissance économique .....           | p. | 28  |
| - I.4.1. - Le cadre théorique .....  | p. | 28  |
| - I.4.2. - Test empirique .....  | p. | 40  |
| - Chapitre deuxième: Cas de la Bourse de Tunis .....   | p. | 55  |
| - Section 1: Création, organisation, fonctionnement .  | p. | 55  |

## Table des matières (suite)

|   |        |
|---|--------|
| - II.1.1. - Création & organisation .....   | p. 55  |
| - II.1.2. - Le fonctionnement de la B.V.M.T. ....   | p. 59  |
| - Section 2: Physionomie du marché .....  | p. 61  |
| - II.2.1. - Le marché primaire .....  | p. 61  |
| - II.2.2. - Le marché secondaire .....  | p. 77  |
| - Section 3: L'épargne valeur et les intermédiaires   | p. 87  |
| - II.3.1. - Le degré d'accès de l'épargnant Tunisien<br>à la B.V.M.T. ....                      | p. 87  |
| - II.3.2. - Les agents de change ou les<br>intermédiaires .....                                 | p. 98  |
| - Section 4: Les entreprises publiques, les sociétés<br>cotées et les différents titres traités | p. 103 |
| - II.4.1. - Les entreprises publiques et les sociétés<br>cotées .....                           | p. 103 |
| - II.4.2. - Les titres traités .....  | p. 106 |
| - Section 5: L'investissement étranger à la Bourse<br>de Tunis .....                            | p. 108 |
| - Chapitre troisième: Stratégies .....  | p. 118 |
| - III.1. - L'initiative privée et la formation de<br>courtiers indépendants .....               | p. 118 |
| - III.2. - Conditions de succès des sociétés d'invest-<br>tissement .....                       | p. 120 |
| - Conclusion .....  | p. 124 |
| - Bibliographie .....   | p. 127 |

## Liste des tableaux

|   |    |      |
|---|----|------|
| Tableau 1 - M1/y et M2/y pour 5 pays 1982-87 .....  | p. | 38   |
| Tableau 2 - Tableau comparatif de la valeur du marché/Y. ....   | p. | 39   |
| Tableau 3 - Tableau des données de la régression pour 39<br>pays année 1986 .....                             | p. | 43-4 |
| Tableau 4 - Les emprunts B.D.E.T.....   | p. | 65   |
| Tableau 5 - Emissions brutes d'actions et obligations .   | p. | 70-1 |
| Tableau 6 - Emissions de nouvelles actions en D.T. ....   | p. | 72   |
| Tableau 7 - Les émissions par catégorie de titre .....  | p. | 73   |
| Tableau 8 - Les émissions et nombre de titres sur le<br>marché primaire .....                                 | p. | 74   |
| Tableau 9 - Evolution des constitutions de sociétés ....  | p. | 75   |
| Tableau 10 - Evolution des augmentations de capital .....   | p. | 76   |
| Tableau 11 - Tableau des valeurs les plus actives sur le<br>marché permanent en 1987 .....                    | p. | 81   |
| Tableau 12 - Evolution du volume de transactions sur le marché<br>secondaire des actions et obligations ..... | p. | 82-4 |
| Tableau 13 - Répartition des transactions selon la nature<br>juridique des valeurs (en millier de dinar) p.   |    | 85   |
| Tableau 14 - Statistiques sectorielles des valeurs à revenu<br>variable sur le marché permanent .....         | p. | 86   |
| Tableau 15 - Taux de rotation par secteur sur le marché<br>permanent de la B.V.M.T. en 1987 .....             | p. | 86   |
| Tableau 16 - Répartition de l'épargne et de l'investissement<br>par agent en Tunisie .....                    | p. | 89   |
| Tableau 17 - L'investissement et l'épargne en pourcentage<br>du P.I.B. ....                                   | p. | 90   |
| Tableau 18 - Structure de l'épargne en 1987 .....   | p. | 91   |

## Liste des tableaux (suite)

|   |        |
|---|--------|
| Tableau 19 - Evolution des transactions par agent<br>de change .....            | p. 101 |
| Tableau 20 - Volume de transactions par agent de change<br>et par marche .....  | p. 102 |
| Tableau 21 - Données sur les facteurs de transaction des<br>non-résidents ..... | p. 113 |



## Remerciements

Je remercie le professeur Rodrigue Tremblay qui a dirigé ce mémoire et nous a aidé par ses remarques pertinentes. Je suis reconnaissant au professeur Lise Salvas, qui nous a aidé par sa compétence économétrique. Je suis reconnaissant et je n'oublie jamais les conseils et recommandations du professeur André Martens. Je suis redevable au gouvernement Tunisien, dont j'étais boursier durant mes études. Je remercie beaucoup Monsieur Nabli Mutapha Kamel qui nous a recommandé lors de la sélection en Tunisie. Je veux exprimer ma reconnaissance à tout le personnel serviable à la Bourse de Tunis. Je tiens à remercier les professeurs Jean Mercenier et Léonard Dudley. Je dois beaucoup à mon père Rachid, ma mère Zohra, mes soeurs Narjes et Awatef, ainsi que mon frère Azouz. Je leur remercie infiniment pour leur support moral malgré les longues distances qui nous séparent.

## Introduction

La création de nouvelles institutions, ou le renforcement de celles existantes permet aux pays de se doter d'un système financier efficient favorisant une allocation efficace du surplus dégagé.

Avoir un marché financier actif, aidera les pays, surtout sous-développés à créer des investissements productifs allant de pair avec le développement d'un secteur privé aidant à la réalisation d'un taux de croissance soutenu.

C'est ainsi que certains pays sous-développés ont entrepris des programmes qui visent à développer leur marchés financiers et favoriser l'atteinte des objectifs tracés par les plans de développement. La Tunisie est l'un des pays en voie de développement où l'activation du marché financier est une condition sine qua non à la réalisation des objectifs escomptés et qui est illustré par la déclaration du Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie, Monsieur I. Khelile le 23 mai 1988 disant:

"La dynamisation du Marché financier tunisien occupe une place de choix dans la stratégie d'ajustement

structurel de l'Economie Tunisienne. Cette stratégie s'articule autour de l'adoption de vastes réformes économiques et financières visant à poursuivre notre développement à rythme soutenu tout en préservant les grandes équilibres macro-économiques du pays. Ces réformes sont fondées sur la réhabilitation de l'entreprise comme centre privilégié de création de richesses et sur l'assainissement de son environnement, et par une libéralisation progressive de l'Economie Tunisienne."

En somme, l'étude du marché financier tunisien et des entraves contreignant son plein fonctionnement fera l'objet de cet écrit dans lequel nous commencerons d'abord par montrer l'importance des marchés financiers dans la croissance économique.

Par la suite, saisissant cela, nous essayerons de dégager les contraintes aussi bien internes qu'externes qui entravent la mobilisation de l'épargne valeur vers la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis pour dégager certaines stratégies à court et à long terme permettant d'activer la B.V.M.T. et favoriser la prospérité économique du pays.

## Chapitre premier: Rôle et importance des marchés financiers.

### Section 1: Aperçu sur l'économie Tunisienne.

#### I.1.1. Vue d'ensemble sur la situation en Tunisie.

Le plus oriental et le plus petit des pays du Maghreb, jouissant d'une situation géographique stratégique où se rencontrent le climat méditerranéen et désertique. La Tunisie a été le lieu de succession de différentes empires et dynasties lui permettant de bénéficier de l'ouverture sur l'occident et l'orient.

Intégrée dans le système économique mondial, la Tunisie moderne, à l'aube de l'indépendance de la colonisation Française en 1956, s'est engagée dans une phase dirigiste (1962-1969) créant une multitude de coopératives agricoles et d'industries d'Etat, se terminant par un échec qui a contraint le gouvernement à démanteler graduellement ces coopératives, à répartir les terres qui avaient été arrachées à la population, et à opter pour une économie libérale.

Favorisé par les prix avantageux du phosphate, du pétrole et de l'huile d'olive sur les marchés mondiaux, le pays a connu une prospérité économique jamais observée

auparavant caractérisée par l'encherissement des investisseurs, l'afflux des capitaux étrangers, la création de lois favorisant l'installation des usines étrangères sur le territoire national, relativement plus doté en facteur travail, la progression du niveau de vie de la classe laborieuse et un taux de croissance soutenue atteignant 5.9% entre 1973 et 1983.

Dans les années 80 (début et moitié), le pays a connu une conjoncture défavorable consécutive à l'effondrement de prix des produits à l'exportation, une hausse des prix intérieurs, une récolte médiocre surtout en 1986, une baisse des revenus phosphatiers et touristiques, ainsi que la détérioration du montant de transfert des résidents émigrés.

Depuis 1985, la solvabilité de l'Etat a été menacée, imposant la réduction des dépenses de cet appareil constitutionnel et la diminution des importations et des emprunts extérieurs sous peine de pouvoir recourir aux prêts conditionnels du F.M.I.

Après les 160 millions de dinar qu'avait l'Etat dans ses coffres comme devise en 1985, le montant s'est effondré à 40 millions de dinar en mars 1986. La dette extérieure a progressé de 66% entre 1981 et 1986 (3,2 milliards de \$ et 5,3 M \$ respectivement). Pendant la même

période le service de la dette a doublé et a consommé 21% des recettes courantes en 1986 contre 14% en 1981.

Durant les 25 dernières années, la Tunisie enregistre un bilan commercial déficitaire et la valeur des exportations constituées essentiellement de pétrole, de textiles, de fertilisants, de produits agricoles tels que l'huile d'olive et les dattes, ne parvenaient à couvrir qu'environ 60% des importations constituées principalement de produits pétroliers, de fer, de l'acier, de produits alimentaires et des produits finis.

La France, l'Italie et l'Allemagne sont les trois principaux partenaires commerciaux de la Tunisie. Les échanges entre les pays de la C.E.E. et la Tunisie sont de l'ordre de 60%. Les termes de l'échange se détériorent surtout entre la Tunisie et l'Europe des 12 qui ont essayé de conclure des ententes en ce qui concerne la vente des produits Tunisiens à l'Europe tel que l'entente sur l'huile d'olive en mars 1986.

Le pétrole représente une source importante de devises pour le pays mais la production est en déclin passant de 5,2 millions en 1986 à 5 millions de tonnes en 1987, à cause de la diminution du gisement d'El Borma de 2,5% et d'Ashtart de 12,8%. De même, le gaz naturel a vu sa production décroître de 14,2%. Ceci sans négliger les

discussions en cours entre la Tunisie et la Lybie à propos du plateau continental et la répartition des quotas, qui aidera la Tunisie à rester exportateur et empêcher que la Tunisie soit un importateur net en 1990.

L'Europe des 12 ainsi que l'Europe 1992 posait des problèmes pour accaparer une part de marché dans ces régions considérées comme les partenaires les plus importants de la Tunisie.

Après la crise de la dette qu'a connu la Tunisie au milieu des années 80, le pouvoir public a opté pour des stratégies précaires d'emprunt et de maintien des réserves en devises pour pallier aux aléas.

Ainsi les réserves en devises sont passés de 100 millions de \$ au printemps 1987 à environ 800 millions de \$ à la fin de 1988, en conséquence de l'afflux des touristes plus important, de même que de l'accroissement du nombre de Lybiens et Algériens venus après l'ouverture des frontières entre la Lybie et la Tunisie.

De nouveaux projets d'investissement ont été mis en place grâce à l'apport d'investisseurs étrangers, Arabes et d'outre-mer, favorisant l'installation de nouveaux complexes touristiques, stimulant l'investissement et créant de nouveaux emplois.

La moisson céréalière de 1988 a été affectée par la sécheresse et les sauterelles qu'a connu le pays durant cette année, réduisant la production à 1/7 de celle de 1987, et stimulant l'importation des produits céréaliers estimée à 2 millions de tonnes.

Dans le secteur agricole, la Tunisie possède l'appui de certains organismes Internationaux tel que la Banque Mondiale qui prépare son second ajustement structurel pour réformer les prix et augmenter la production céréalière à cause du dumping des exportateurs internationaux. Le fond international pour le développement agricole qui finance les projets de développement rural. Le fond Arabe pour le développement économique et social, et la communauté économique européenne qui vient d'accorder 3 millions d'écus pour le développement d'un projet agricole à Sejnane.

#### **1.1.2. La Tunisie et l'ajustement structurel.**

Le taux de croissance du P.I.B. est de 5,8% en 1987 alors qu'il était de 1,6% en 1986 à cause de l'accroissement du prix du pétrole et la bonne récolte qu'a connu la Tunisie en 1987, de même que l'afflux de devises provenant du tourisme et du revenu des travailleurs Tunisiens à l'étranger, à ceci peut s'ajouter les réformes introduites afin d'activer l'économie



nationale. Réformes proposées par les organismes internationaux, fondées sur la libéralisation de l'économie, la dévaluation de la monnaie locale pour favoriser la compétitivité à l'échelle mondiale, l'ouverture de l'économie sur l'extérieur et l'adoption de politiques extraverties permettant, l'élimination des entraves affectant l'allocation efficace des ressources, l'augmentation de la productivité, et l'attrait de capitaux étrangers sur le territoire national pour favoriser l'obtention d'un taux de croissance élevé et durable.

Ainsi en 1989, la Tunisie s'ouvre à une ère nouvelle axée sur une politique de libéralisation et de précaution afin de maintenir les agrégats économiques à des niveaux relativement meilleurs que les années précédentes, par la mobilisation des capacités de financement dans différents secteurs de l'économie tel que l'hydraulique, l'énergie, le transport et la communication, la promotion des exportations par l'encouragement des industries à vocation exportatrice, la libéralisation contrôlée des importations afin de bien surveiller le déficit de la balance des opérations courantes prévues pour 250 millions de dinars en 1989, dans une économie dépendante des conditions climatiques et des conjectures des termes de l'échange.

Les réformes adoptées ou à adopter partent essentiellement des modifications et restructurations du secteur financier constitué de la Banque Centrale de Tunisie (B.C.T.). 10 banques de dépôts, 8 banques de développement, 2 institutions spécialisées dans la collecte de l'épargne, un réseau de chèques postaux, 6 organismes de gestion de portefeuille dont un seul qui est très actif (S.O.F.I.G.E.S.), 8 banques off-shore, des bureaux de représentation des banques étrangères, une société de leasing et la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Ces réformes sont basées sur l'élaboration de stratégies de libération financière au sein de ce secteur clef d'une économie plus extravertie et s'échappant aux restrictions gouvernementales imposées à travers les instruments de politique monétaire plus adaptés à une économie libérale, et qui se résument principalement en la libéralisation des taux d'intérêt administrés auparavant par la B.C.T. qui fixait des taux d'intérêt créditeurs précis et des taux d'intérêt débiteurs à des marges très étroites (.25 points). Cette libéralisation touche tous les intérêts sauf les taux débiteurs appliqués aux secteurs jugés prioritaires tel que l'agriculture et l'exportation des petites et moyennes entreprises. L'opportunité offerte par la B.C.T. aux banques ordinaires de ne plus soumettre les crédits à court, moyen et long terme à son autorisation préalable et son accord de réescompte, mais en lui gardant la possibilité de

contrôle des dossiers après l'opération. L'introduction par la B.C.T. de nouvelles réformes au marché monétaire, permettant aux entreprises d'y accéder et se financer à court terme, en limitant son ingérence afin de bien refléter le vrai prix de l'argent. La B.C.T. a aussi levé la part de crédit de campagne accordée, surtout aux produits destinés à l'exportation, pour aider les producteurs nationaux à garantir leur compétitivité et leur promesse de vente.

Toutes ces mutations entrent dans le cadre de l'ajustement structurel dont le pays essaie de tirer profit en vue de créer un climat compétitif d'allocation des ressources.

Ainsi la Tunisie a instauré un nouveau code des investissements et des banques, et a vu l'afflux d'institutions internationales pour la création des Banques off-shore et la participation aux investissements locaux tel que la Citibank, the Arab banking corporation et l'istituto Bancario San Paolo de Torino, aidant à faire de la Tunisie une place financière arabe et internationale par la possibilité de réformer certaines institutions jouant un rôle important dans les économies libérales tel que la bourse de Tunis, lieu de rencontre des capitaux à long terme; capitaux pouvant provenir des nationaux comme de l'extérieur par l'introduction de

certaines réformes à court et à long terme permettant à la Tunisie de jouir d'une position financière importante surtout que la bourse est considérée par certains comme étant le temple du capitalisme.

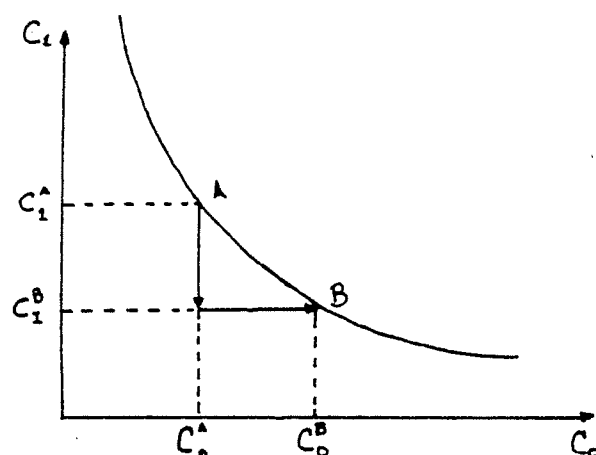
Alors comment peut-on développer la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunisie à volume de transactions et taux de rotation faibles dans une économie régie par un certain comportement socioéconomique et culturel bien déterminé. Essayons tout d'abord de voir l'importance des marchés financiers et les différentes études développées à propos de l'intermédiation financière, et nous analyserons par la suite la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunisie comme une entité que peut améliorer le drainage des capacités financières vers les demandeurs de fonds, par le dégagement des entraves qui empêchent son plein fonctionnement et qui contraignent l'accroissement de l'épargne valeur.

## **Section 2: Une approche microéconomique sur l'importance des marchés financiers.**

Une analyse microéconomique de l'importance des marchés financiers et l'augmentation du bien-être inhérent à leur existence sera abordée par la comparaison d'une situation où il n'y a aucun intermédiaire financier et une autre où il existe un intermédiaire financier.

### I.2.1. Situation où il n'y a pas d'intermédiaire financier.

Un individu doit choisir entre la consommation présente et future. Les courbes d'indifférence représentant la consommation future qu'un individu doit céder pour l'accroissement de la consommation présente, sont décroissantes et ont la forme suivante.

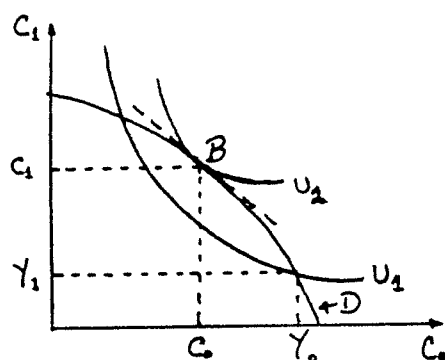


Le désinvestissement que l'individu devra faire pour augmenter sa consommation présente tout en gardant son niveau d'utilité constant représente le taux marginal de substitution  $= -\frac{dC_1}{dC_0}$ .

En introduisant la relation épargne/investissement et l'opportunité qui s'offre à l'individu en sacrifiant sa

consommation présente pour une consommation future, par un investissement productif, en relation inverse avec le taux marginal de rendement de son argent placé. L'individu essaiera d'investir dans les opportunités offrant un taux de rendement supérieur à son taux de préférence  $r$ .

L'augmentation du bien-être de cet individu suite à l'acte d'investissement est illustré par le graphique suivant qui confronte la courbe de possibilité de production ou d'opportunité qui s'offre à l'individu avec sa courbe d'indifférence.



La pente en  $B$  tangente à la courbe  $D$  représente le taux par lequel un dollar de consommation auquel on s'abstient aujourd'hui par l'acte d'investissement est transformé en consommation future. C'est le taux marginal de transformation.

Un individu ayant les dotations initiales  $(Y_0, Y_1)$  et l'utilité  $U_1$  peut augmenter son utilité en se déplaçant

vers le haut pour atteindre le point B en  $U_0$ , où il maximise son utilité, et où  $TMS = TMT$ .

La consommation présente  $C_0 < Y_0$ . L'individu a investi  $Y_0 - C_0$ . A l'équilibre le taux marginal de rendement du dernier investissement est égal au taux marginal de substitution relatif aux préférences des individus  $\Rightarrow TMS = TMT$  offert par l'opportunité de production.

Donc l'acte d'investissement a permis d'augmenter le bien-être de l'individu. Ceci dans le cas où il n'y a pas d'intermédiation financière. Quel est alors l'effet d'introduction des intermédiaires financiers dans une économie où il y a plusieurs individus.

### 1.2.2. Situation où il existe un intermédiaire financier.

Le marché financier est un lieu qui facilite le transfert de fonds des agents à capacité de financement vers ceux à besoin de financement, moyennant une rémunération de ces avoirs par le taux d'intérêt  $r$ . Essayons d'illustrer graphiquement cette intervention.

Tout d'abord, voyons la courbe relative à l'emprunt et prêt sur le marché des capitaux. Avec des dotations initiales  $(Y_0, Y_1)$  et une utilité  $U_1$ . On peut atteindre

n'importe quel point sur la courbe relative au marché de financement par l'emprunt et le prêt au taux d'intérêt, auquel on ajoute le principal qu'on a emprunté  $x$ . ainsi la valeur future sera  $x_1 = x_0 + rx_0 = (1 + r)x_0$ .

La valeur présente de notre richesse initiale  $(Y_0, Y_1)$  est:

$$W_0 = Y_0 + \frac{Y_1}{(1+r)} \quad (1)$$

Avec les dotations initiales on maximisera l'utilité en se déplaçant tout le long de la courbe du Marché où les préférences des individus égalisent le taux d'intérêt.

Soit  $(C_0^*, C_1^*)$  le point où on atteint l'utilité maximale. La valeur présente de la richesse sera la même que la consommation.

$$W_0 = C_0^* + \frac{C_1^*}{1+r} \quad (2)$$

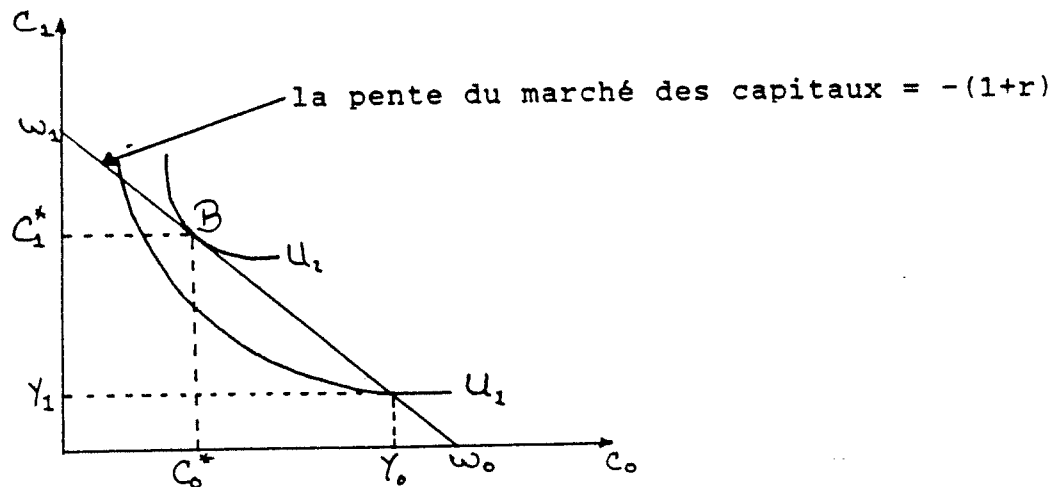
et par la suite la courbe du marché des capitaux sera:

$$C_1^* = W_0(1 + r) - (1 + r)C_0^*$$



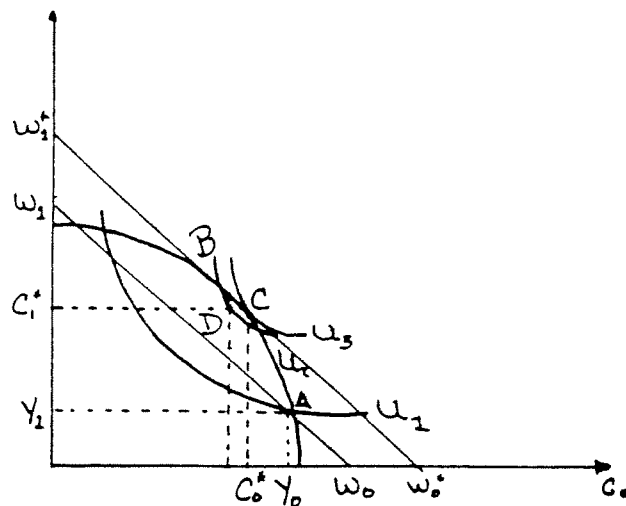
ou  $W_0(1+r) = W_1$  Alors  $C_1^* = W_1 - (1+r)C_0^*$

qui sera représenté graphiquement comme suit:



en égalisant (1) et (2)  $Y_0 = C_0^*$ ;  $Y_1 = C_1^*$

Donc en se déplaçant tout le long de la droite du marché des capitaux, il n'y a pas d'effet sur la richesse, mais l'utilité augmente. Alors, examinons l'effet de l'introduction du marché qui facilite l'échange d'actifs financiers.



En partant du point A où on a les dotations initiales  $(Y_0, Y_1)$  et l'utilité  $U_1$ , nous choisirons d'investir et se déplacer jusqu'à la courbe de possibilité de production. sans l'intermédiation financière nous nous arrêtons au point D où le taux marginal de rendement de l'investissement égalisera nos préférences.

En D l'utilité est passée de  $U_1$  à  $U_2$ . Or avec l'opportunité qu'offre le marché financier, on peut encore augmenter le bien-être.

Au point D le taux d'intérêt prêteur représenté par la pente de la droite du marché est inférieur au taux de rendement de l'investissement marginal, qui est la pente de la courbe de possibilité de production au point D.

Si le rendement de l'investissement est supérieur au coût d'emprunt nous continuons à investir jusqu'à ce que les 2 taux s'égalisent au point B où la valeur présente de la richesse est  $W_0^*$  au lieu de  $W_0$ . Alors on peut atteindre n'importe quel point sur la droite du marché.

Or nos préférences en B sont supérieures au taux de rendement du marché, on consommera d'avantage, et par le biais de l'intermédiation on atteint le point C avec l'utilité  $U_3$ , où  $U_3 > U_2 > U_1$ .

Ainsi l'existence du marché de capitaux a favorisé l'amélioration du bien-être des individus intervenants. Voyons l'importance de l'intermédiation financière dans le développement économique.

### Section 3: La contribution du marché financier au développement économique.

#### I.3.1. Définition du marché des capitaux et l'objectif de croissance.

Pour atteindre son objectif de croissance économique, considéré comme l'un des facteurs de développement d'un pays combiné avec une répartition équitable des revenus, toute économie a besoin de mobiliser ses capacités vers les secteurs productifs, permettant une allocation efficace ressources.

Une telle mobilisation des capacités de financement dans les économies modernes de nos jours nécessite l'intermédiation financière entre les agents économiques qui dégagent un surplus et ceux qui ont un besoin de financement, se rencontrant sur un marché où se négocie l'offre (épargne) et la demande (investissement) de capitaux.

Le marché des capitaux est composé essentiellement de trois sous ensembles:

1- Le marché monétaire où s'échangent "monnaie et crédit, liquidités d'aujourd'hui contre liquidités futures pour les besoins de l'Etat et des institutions financières qui y ajustent journallement leur trésorerie par des emprunts ou des prêts à très court terme."

2- Le marché du crédit "où se rencontrent les demandes de capitaux à court et moyen terme qui sont en gros satisfaites par les crédits bancaires."

3- Le marché financier "où se rencontrent les offres et les demandes de fonds à long terme... Il a pour objet de faciliter l'accès aux ressources générales pour les agents économiques (particuliers, entreprises, administration) qui ont des emplois dont le financement dépassait leur ressources propres dans les trois fonctions économiques essentielles: consommation, circulation, investissement"<sup>1</sup>.

Ce dernier auquel nous allons nous intéresser dans notre étude se décompose en un marché primaire où on fait directement appel à l'épargne pour l'obtention des capitaux de longue durée, et en un marché secondaire, la Bourse, lieu de négociation des valeurs mobilières déjà émises.

---

<sup>1</sup> Belletanite, B. (1986), La Bourse temple de la spéculation ou marché financier. p. 119.

Alors quel rôle nous pouvons attribuer à ce marché pour favoriser l'amélioration de la situation des pays en voie de développement et atteindre un objectif de croissance soutenu dans des situations où le comportement est encore régit par des contraintes sociales, religieuses, traditionnelles et culturelles, aussi bien du côté de l'emploi de l'épargne, des actes économiques accomplis, que des décisions d'allocation des capacités financières pour des gens qui n'ont parfois jamais entendu parler d'une Bourse.

Un survol des différentes études faites à propos de la relation d'intermédiaire financière et son rôle dans la croissance économique nous permet d'avoir une idée et nous oriente pour l'étude de la Bourse de Tunis comme institution aidant à la réalisation des objectifs économiques tracés, et créant le climat favorable pour appliquer les politiques d'ajustement.

### **I.3.2. Survol des différentes études sur l'intermédiation financière.**

Les études de l'intermédiation financière peuvent être résumées en quatre idées principales:

a) L'investissement dans des secteurs sécurisants malgré l'existence d'opportunités d'investissements productifs et à haut taux de rendement.

b) L'inefficacité du système financier contraint les épargnants à investir dans leur propre activité, plutôt que de canaliser leur capacité de financement à travers un système rudimentaire.

c) Le développement du système financier est une condition sine qua non à l'efficacité de la politique monétaire.

d) La stimulation de l'épargne et sa canalisation vers les secteurs productifs dépend de la politique du taux d'intérêt appropriée.

Toutefois, en mentionnant la littérature de l'intermédiation financière dans les pays en voie de développement, on se réfère principalement aux travaux de McKinnon & Shaw (1973), qui considèrent le développement financier comme une condition nécessaire à l'amélioration du taux d'épargne dans l'économie.

Ainsi, différentes stratégies peuvent être adoptées pour encourager l'épargne dans le pays et permettre son allocation efficace. Gurley et Shaw (1967) ont mis en place 4 "technologies", pour atteindre les objectifs déjà cités et qui sont:

1) L'allocation des taxes perçues vers les investissements productifs.

2) "The self finance" où il y a une différence des prix relatifs d'un secteur à un autre. Les flux financiers

sont attirés vers les secteurs à avantage comparatif en terme de prix.

3) Le recours à l'emprunt extérieur.

4) Le "debt asset system" axé sur le développement des institutions financières ou la création d'actifs financiers qui seront volontairement détenus par les agents économiques.

Gurley et Shaw concluent que les différentes politiques sont indépendantes et substituables. Leur réussite dépend de la structure de chaque pays. La finance dépend des autres institutions existantes, de la volonté des épargnants pour l'acquisition d'actifs financiers, de la confiance dans l'économie du pays, d'un système d'intermédiation efficace, et d'un système privé d'allocation des ressources.

Raymond W. Goldsmith(1969) a montré qu'il y a une corrélation entre le développement financier et la croissance économique mais il n'a pas montré de quelle manière et quand est-ce que cette relation apparaît.

Hugh Patrick (1966) a étudié la relation entre le développement des institutions financières et la croissance économique en distinguant 2 systèmes:

"The demand following" où la demande des capacités financières, par les investisseurs, et l'offre de fonds

par les épargnants, induit la nécessité d'existence d'institutions intermédiaires offrant leurs services et facilitant l'allocation des ressources.

"The supply leading finance" où on assiste à la création des institutions financières offrant leurs services avant que la demande n'y apparaisse. Ces institutions offrent leurs services, permettent le transfert des ressources des secteurs traditionnels vers les secteurs modernes à haute productivité, et fournissent leur assistance aux entreprises.

Patrick montre que la relation de causalité change avec le degré de développement du pays. Au début il y a la nécessité de création des institutions financières pour favoriser la réalisation du processus de croissance, puis au fur et à mesure qu'il aura ses effets réels, l'on assiste à l'émergence du "Demand following".

Woo. S. Jung (1986): partant du résultat de Patrick, a essayé de montrer la relation de causalité entre la finance et le développement, en utilisant les données sur 56 pays parmi lesquels il y a 19 pays industrialisés. Il a trouvé que dans les P.V.D. il y a une causalité beaucoup plus importante due au "Supply leading" qu'à la "Demand following".



U. Tunwai (1972): Sur la base de données de 21 P.V.D. et 15 pays développés pour la période 1950-1967, a montré que l'épargne est positivement reliée à la structure financière du pays soit le nombre de banques, le fonctionnement de la bourse, les institutions de collecte de l'épargne, de sorte que pour drainer l'épargne vers les investissements productifs, il est nécessaire de développer les institutions financières.

Dans son étude sur la corrélation entre les actifs des banques commerciales et le développement réel mesuré par le P.N.B. par tête Ali Issa Abdi (1977) part de l'échantillon de 30 pays dont 14 développés et 16 sous-développés et trouve une corrélation importante entre les actifs des banques et la croissance (.80).

Mais en dissociant les 2 catégories de pays il a trouvé une corrélation de .18 pour les 14 pays développés et .54 pour les 16 P.S.D. Ce qui prouve que l'importance relative du secteur bancaire diminue au fur et à mesure que le pays se développe à cause de l'émergence et le développement de nouveaux marchés parallèles tels que le marché financier.

De Melo et Tybout (1986), ont estimé une fonction de demande d'investissement et d'épargne, en comparant la situation de prélibéralisation, à celle de

postlibéralisation financière en Uruguay pendant les années 1967-1983. Leurs résultats ont été compatibles à la littérature de la libéralisation financière dans les pays en voie de développement. Cette dernière insiste sur l'importance du taux d'intérêt réel sur l'épargne, la liquidité dans l'économie, le développement du secteur financier et sa décentralisation, pour faciliter l'investissement privé et aider à l'allocation efficace du surplus dégagé.

Rudiger Dornbush et Alejandro Reynoso (1989) ont mis en cause la pensée de l'école de Stanford sur l'importance de l'intermédiation financière dans les P.V.D. par un modèle captant les facteurs influant l'inflation où

$$\pi = (B\beta g - y) / (1 - B\beta g)$$

Avec  $\pi$ : le taux d'inflation

B: la fraction du budget financé par la création monétaire

$\beta$  et  $\beta$  sont des paramètres de vitesse

g: le taux de croissance; y le revenu

Leur modèle clarifie trois points:

1) La relation entre l'inflation et le déficit budgétaire financé par la création monétaire est non linéaire. Une faible augmentation du déficit augmentera

plus que proportionnellement le taux d'inflation dans le pays.

2) La structure financière affecte le taux d'inflation. Plus  $\rho$  et  $\gamma$  sont grandes, plus le taux d'inflation est élevé.

3) La diminution du taux de croissance augmentera le taux d'inflation par l'intermédiaire de la vitesse de réaction.

Ils ont montré que la libéralisation financière réduira les ressources du gouvernement comblés par la création monétaire, qui induira une hausse du taux d'inflation.

Ces études stipulent la nécessité de développer des intermédiaires financiers qui n'ont pas d'influence sur la quantité de monnaie nouvellement créée, où transige un stock de monnaie déjà existant, tel que la bourse des valeurs mobilières dans les pays en voie de développement. Dans ces pays il existe des bourses qui ne fonctionnent pas à leur pleine capacité, à cause des contraintes internes qu'externes, relatives aux intervenants, et ceux qui ont des relations directes ou indirectes avec le marché financier.

Gurley (1967), nie le rôle primordial que peut assumer les intermédiaires financiers dans la croissance

économique. Il s'est basé sur l'expérience de certains pays en voie de développement, qui ont un secteur financier prospère, mais souffrent encore d'un niveau de vie relativement bas, tel que l'Uruguay.

En somme, une étude du marché financier serait intéressante dans un P.V.D. tel que la Tunisie, pour pouvoir dégager les imperfections et les contraintes inhérentes à l'environnement du pays, et permettre de détecter les facteurs agissant sur l'épargne valeur, et influant l'activation de ce marché.

L'approche théorique et le modèle de McKinnon (1973) fera l'objet de la prochaine section, pour l'étude de l'importance des marchés financiers dans les pays en voie de développement.

## Section 4: Le rôle des marchés financiers dans la croissance économique.

### I.4.1: Le cadre théorique

Le développement du système financier est une condition nécessaire à l'accroissement de l'épargne. L'augmentation du revenu par tête génère d'avantage des capacités financières dans le pays. Dans un pays en voie de développement, la répartition inéquitable du revenu fait naître une minorité importante capable de générer le processus d'accumulation.

Un système financier inefficace et peu développé, peut être une cause de détournement de l'épargne vers l'or, le bétail, la terre, les maisons, ou la fuite à l'étranger. Les agents ayant un surplus investissable essayent de garantir un avenir certain et un rendement relativement élevé. Ils placent en dehors du système financier intérieur, composé essentiellement des banques, des institutions d'épargne et de la bourse.

Mc Kinnon a montré la corrélation existante entre la croissance et l'amélioration du service financier par le rapport  $\frac{M_1}{Y}$  déduisant que le système bancaire dans les pays

à croissance rapide, a subi des mutations qui ont aidé à une allocation efficace des capacités de financement dans les secteurs productifs.

Rodrigue Tremblay (1975) affirme que "la croissance financière ne s'est pas produite en Afrique occidentale où la structure financière est, soit resté en stagnation, soit connaît une croissance marginale", d'où son impact négatif sur la croissance économique.

Mc Kinnon, illustre l'influence des politiques monétaires et le rôle des institutions financières. Il part d'un modèle simple de type Harrod et Domar (H & D), où il tient compte des aspects financiers et de l'hypothèse de transmission automatique de l'épargne vers l'investissement.

$$\text{Soit } Y = m * k \quad (1)$$

Y: le revenu

k: le stock de capital

m: la productivité du capital.

Avec l'introduction des aspects financiers le ratio  $\frac{Y}{k}$  devrait augmenter en cas de nouveaux investissements accompagnés d'une expansion monétaire.

Pour des raisons analytiques et de simplification, on suppose que m est constante. L'épargne est une fonction

croissante du revenu:  $S = I = s * Y = \frac{dK}{dt}$  (2)

Le taux de croissance du revenu  $\frac{dY}{Y} = m * s$  (3)

Mais, par rapport au modèle H & D, Mc Kinnon suppose que la propension à épargner  $s$  est variable. Elle dépend de la croissance du revenu et du ratio financier exogène  $\frac{M_m}{Y}$ .

Les politiques monétaires appropriées, le développement du rôle des intermédiaires financiers pour drainer l'épargne vers leurs coffres, et concurrencer les actifs physiques que les agents à capacités de financement aiment détenir, aident à accroître le taux d'épargne.

$$s = s\left(\frac{dY}{Y}, \frac{M_m}{Y}\right) \quad (4)$$

Or  $M_m$ : La masse monétaire au sens large est constituée des disponibilités monétaires comprenant la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale, et des disponibilités quasi monétaires formées des dépôts à terme et des dépôts auprès des institutions de collecte de l'épargne.

Donc  $\frac{M_m}{Y}$  est un indicateur de développement des banques et des institutions d'épargne. Mais ça néglige une partie de l'épargne placée sous forme de titres émis à travers le marché primaire, pour le financement des entreprises à long terme. Marché auquel se confrontent

l'offre et la demande de capitaux de longue durée, sans une nouvelle création monétaire, qui pourrait toucher l'équilibre entre la richesse et la quantité de monnaie disponible dans l'économie. Ce marché contribue à l'augmentation de l'investissement dans le pays pour l'accroissement du revenu national et l'allocation efficace de l'épargne.

L'introduction d'une nouvelle variable tenant compte du marché boursier s'avérerait nécessaire. La valeur du marché boursier mesuré par la somme du nombre d'actions \* La valeur de chaque action de toutes les entreprises cotées.

Valeur du marché =  $\sum_{i=1}^n$  nombre d'action échangées\* valeur de chaque action.

est un indicateur de la situation du marché. Un marché prospère voit sa valeur augmenter, alors qu'un autre en déclin enregistrera une baisse. La tendance du marché est mesurée quotidiennement par la variation des cours des titres d'une partie ou de toutes les entreprises cotées.

Une situation boursière favorable augmentera la valeur du marché et agit positivement sur l'indice tendentiel des bourses. L'inverse se produit en cas d'un déclin du cours des actions cotées. La valeur du marché



reflète le degré de prospérité de ce lieu . Nous avons choisi le ratio  $\frac{\text{valeur du marché}}{Y}$  comme un indicateur de développement du marché financier. Plus ce ratio est élevé, plus le lieu de rencontre des capitaux de longue durée est développé, et inversement pour un faible rapport.

Donc le ratio:  $\frac{\text{valeur du marché}}{Y}$  peut être un indicateur de développement des marchés financiers et de leur dynamisme, ainsi que des stratégies adoptées pour drainer les capacités financières à travers la bourse qui:

- \* Aide à trouver les moyens financiers nécessaires aux investissements estimés prioritaires et productifs.

- \* Contribue à la stabilité du système financier, par le financement permanent des entreprises, et l'engagement personnel des détenteurs d'actions.

- \* Promouvoir l'investissement et l'emploi par la cotation de nouvelles entreprises en surveillance continue, suite à la valorisation de leurs titres sur le marché boursier.

- \* Augmenter l'efficacité de gestion des entreprises, où la mauvaise peut être fusionnée à la bonne par la prise de participation, et donne une idée sur la situation financière des entreprises fonctionnant dans l'économie. Ces dernières essayent par le processus de production de générer des revenus supplémentaires, permettant d'augmenter le bien être dans le pays.

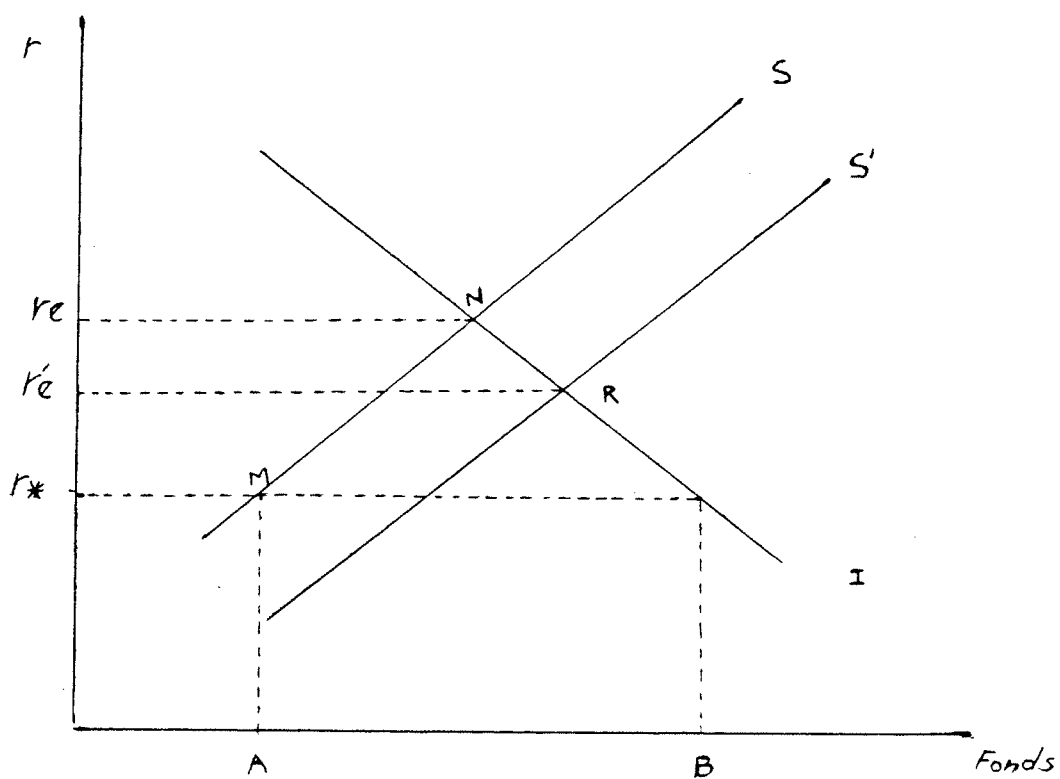
Ainsi l'efficacité du système productif sera réalisée à travers le marché financier, et par conséquent l'épargne sera fonction croissante, du revenu, de la valeur de titres traités, et de la masse monétaire au sens large:

$$s = s\left(\frac{dY}{Y}, \frac{\text{valeur du marché}}{Y}, \frac{M_{\text{m}}}{Y}\right) \quad (5)$$

où  $0 < s < 1$

$$\frac{\partial s}{\partial \left(\frac{dY}{Y}\right)} > 0 ; \frac{\partial s}{\partial \left(\frac{\text{valeur du marché}}{Y}\right)} > 0 ; \frac{\partial s}{\partial \left(\frac{M_{\text{m}}}{Y}\right)} > 0$$

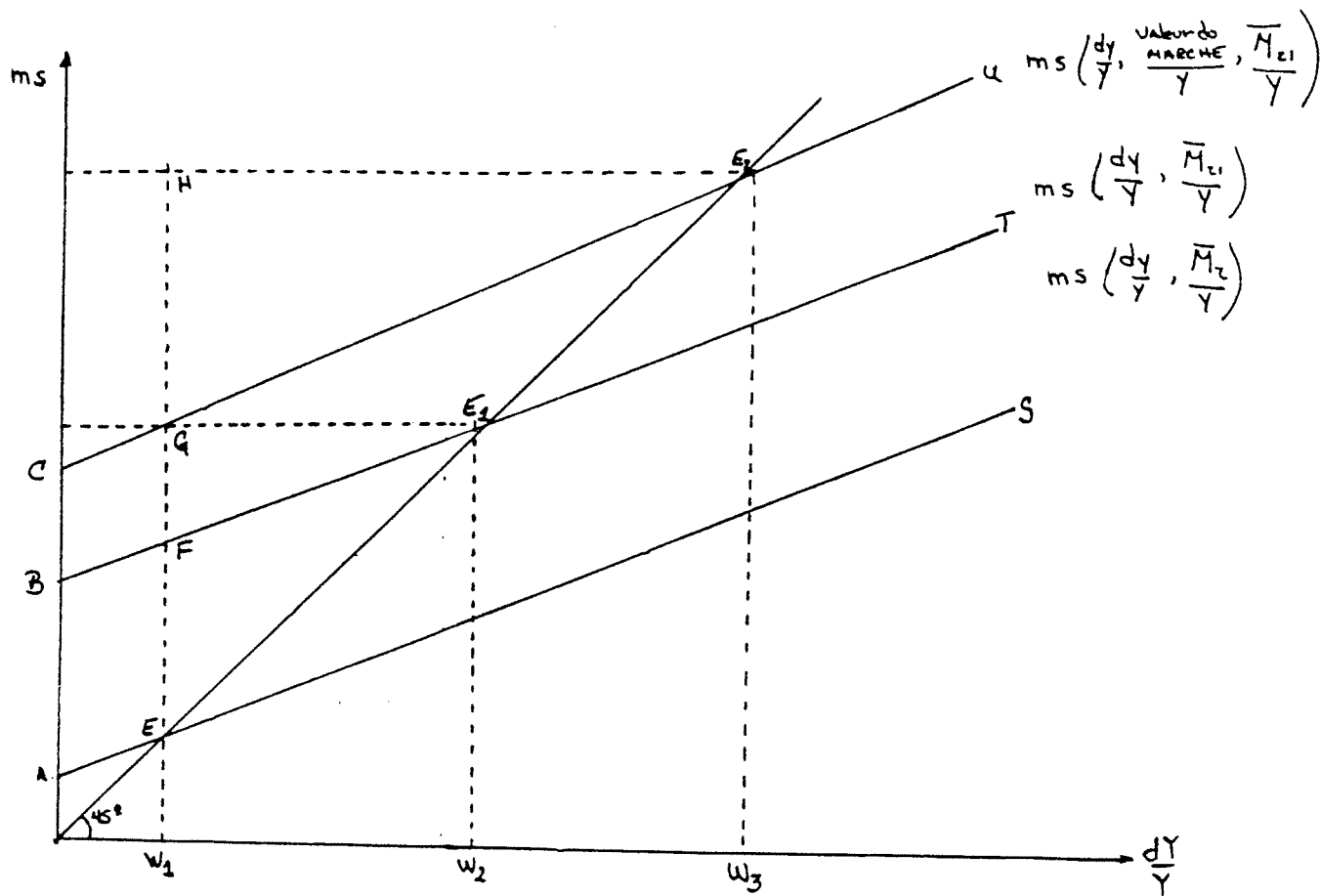
Graphique (a). Libéralisation des taux d'intérêt  
et développement du système financier.



D'après le graphique(a). Nous partons de la situation où les taux d'intérêt sont fixés à  $r^*$ . L'écart entre I et S est  $[A-B]$ . Dans une deuxième étape nous libérons les taux. Il y'a un ajustement de l'offre et la demande de fonds qui nous permet d'atteindre  $r_e$ . On passe de M à N. Nous développons le système financier et nous améliorons le service aux épargnants. Nous passerons de N à R. Le taux d'intérêt est  $r_e$ .

Ainsi, en développant le marché financier et adopter des stratégies d'attraction et de sensibilisation de la population, qui dans la plupart des pays en voie de développement ne connaît pas ce qu'est une bourse. On peut drainer encore des capacités financières inutilisables ou mal utilisées pour le financement d'investissements productifs, permettant de diminuer l'écart entre I et S et atténuer le fardeau de la dette conséquente du manque de fonds intérieur, et de la fuite illégale des capitaux à l'étranger.

Graphique(b). L'effet  
du marché financier sur l'épargne



D'après le graphique(b).

Initialement l'équilibre est en E pour  $\frac{M_0}{Y}$  donne.

En augmentant l'efficacité du système bancaire et les instruments de politique monétaire, on atteint  $\frac{M_1}{Y}$ . On passe de la droite AS à BT. Or ceci a permis l'augmentation du revenu ce qui favorise encore l'accroissement de l'épargne du montant FG.

Par le développement du marché financier, et l'augmentation du volume de transactions sur ce lieu, On aura une amélioration de l'efficacité du système productif, et un contrôle indirect des entreprises qui favorisera la croissance du revenu. L'épargne augmente du montant GH. Le développement du marché financier contribue à l'accroissement de l'épargne qui agit positivement sur la croissance économique .

L'évolution de l'épargne financière est étroitement liée à la liquidité de l'économie mesurée par le rapport  $\frac{M_2}{Y}$  et  $\frac{M_1}{Y}$ . Par comparaison de quelques pays développés et sous développés, on a le tableau(1) suivant pour l'année 1982 et l'année 1987.

Tableau 1

M1/Y et M2/Y pour 6 pays

|          | 1982            |                 | 1987            |                 |
|----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|          | $\frac{M_1}{Y}$ | $\frac{M_2}{Y}$ | $\frac{M_1}{Y}$ | $\frac{M_2}{Y}$ |
| Tunisie  | 0,29            | 0,43            | 0,40            | 0,46            |
| Maroc    | 0,36            | 0,44            | 0,38            | 0,40            |
| Grèce    | 0,18            | 0,71            | 0,15            | 0,69            |
| Espagne  | 0,26            | 0,84            | 0,27            | 0,75            |
| Portugal | 0,30            | 1,08            | 0,28            | 1,19 (1985)     |
| Italie   | 0,47            | 0,79            | 0,24            | 0,68 (1985)     |

Source: Statistiques financières Internationales (F.M.I.)

Ce tableau montre que plus un pays se développe, plus la quantité de monnaie détenue sous forme de dépôts augmente, soit le développement d'une scripturalisation de l'économie favorisée par le développement des dépôts à vue et à terme. Plus le système financier s'améliore en corrélation avec le développement économique du pays et plus le ratio  $\frac{M_m}{Y}$  augmente, ce qui confirme empiriquement le résultat de Mc Kinnon sur la progression croissante de la propension à épargner suite au développement des institutions financières.

D'autre part une vue comparative du ratio Valeur du Marché en Tunisie et dans différents pays étrangers. D'après le tableau A suivant pour l'année 1986,

Tableau A

|                              | Japon | U.S.A. | Italie | France | Tunisie | Venezuela | Bresil |
|------------------------------|-------|--------|--------|--------|---------|-----------|--------|
| <u>Valeur du marche</u><br>Y | 1.080 | 0.605  | 0.211  | 0.581  | 0.0027  | 0.010     | 0.159  |

Source: The Montreal exchange  
guide to world equity market  
1987 Edited by Bryan de Caires

nous permet de constater la faiblesse de ce ratio pour les pays en voie de développement comparés au pays développés qui possèdent des bourses prospères, aidant à drainer les potentialités d'épargne existantes dans l'économie. Ceci confirme l'introduction de ce rapport d'indication boursier pour détecter l'effet de développement du marché financier sur la croissance économique.



Il s'agit d'estimer la fonction d'épargne que nous avons mentionné; pour faire apparaître l'effet du revenu, des institutions financières autre que le marché financier, et la bourse.

$$\text{Soit } \frac{S}{Y} = s\left(\frac{dY}{Y}, \frac{M}{Y}, \frac{\text{Valeur du marché}}{Y}\right) \quad (6)$$

Essayons de tester cette fonction d'épargne.

#### I.4.2. Test empirique

Le sacrifice de la consommation présente pour la consommation future est un acte primordial à l'accumulation du capital pour l'accroissement de la production et l'amélioration de la situation économique. Lewis (1954) a mentionné l'importance du taux d'épargne dans le développement d'un pays comme suit: "Le problème central dans la théorie du développement économique est de comprendre le processus par lequel une communauté qui antérieurement épargne... 4 ou 5 pour cent de son revenu ou moins, se convertit en une économie où l'épargne volontaire atteindra à peu près 12 à 15 pour cent du revenu national ou plus." (p.155). Selon Lewis, la classe entrepreneuriale est celle qui dégage un haut taux d'épargne.

Leff (1969) utilisant le taux d'épargne agrégé; et Modigliani (1970), mettant l'accent sur le taux d'épargne privé, ont montré que:

a) L'épargne agrégée dépend de variables démographiques (tel que le taux de croissance de la population, la structure par âge, et le ratio de la population active).

b) le taux de croissance du revenu par tête affecte le taux d'épargne.

Selon la théorie classique, la variation du taux d'épargne est étroitement liée au taux d'intérêt; alors que la théorie Keynesienne suppose que l'augmentation non proportionnelle du revenu et de la consommation amène un accroissement du taux d'épargne. Inversement, l'hypothèse du revenu réel suppose que les habitudes et les effets d'imitation dominant le comportement de l'individu.

Fry (1978), pour le cas de 14 pays asiatiques a trouvé une relation significative entre l'épargne et le taux d'intérêt réel alors que Giovanini (1989) n'a pas trouvé de relation significative entre l'épargne et le taux d'intérêt pour le cas des pays asiatiques.

Selon la théorie, différents facteurs peuvent être avancés pour l'explication de l'épargne dans les pays en voie de développement. Il s'agit du revenu, des taux

d'intérêt, de la structure familiale, de l'économie de subsistance, de l'autofinancement de certaines familles; des contraintes de prêts, de l'incertitude, de l'éducation, de la nutrition, de la relation entre la distribution du revenu et l'épargne nationale, de la structure organisationnelle et du degré de développement des institutions financières, pour le drainage des capacités de financement potentielles existantes et mal allouées.

L'objet d'estimation de notre fonction d'épargne, est de voir le rôle que peuvent jouer les institutions financières dans le drainage des capacités de financement, et la contribution à la croissance économique. Deux écoles de pensée mettent l'accent sur les facteurs financiers comme déterminants de la croissance de l'épargne. L'école des "repressionnistes" représentée par McKinnon et Shaw, et l'école des "structuralistes" avec son chef de file Goldsmith.

Tableau 3

Tableau des données de la régression pour 39 pays

Année 1986

| Pays                 | $\frac{S}{Y} = s$ | $\frac{dY}{Y} = x'$ | $\frac{M_{22}}{Y} = y'$ | $\frac{B}{Y} = z'$ |
|----------------------|-------------------|---------------------|-------------------------|--------------------|
| Allemagne de l'Ouest | 0,248             | 0,023               | 0,592                   | 0,248              |
| Australie            | 0,212             | 0,018               | 0,438                   | 0,903              |
| Autriche             | 0,250             | 0,016               | 0,841                   | 0,058              |
| Belgique             | 0,177             | 0,022               | 0,462                   | 0,294              |
| Canada               | 0,214             | 0,031               | 0,438                   | 1,200              |
| Danemark             | 0,212             | 0,033               | 0,601                   | 0,185              |
| Espagne              | 0,228             | 0,036               | 0,686                   | 0,201              |
| Etats-Unis           | 0,125             | 0,035               | 0,671                   | 0,605              |
| Finlande             | 0,252             | 0,022               | 0,496                   | 0,144              |
| France               | 0,203             | 0,020               | 0,469                   | 0,591              |
| Grande Bretagne      | 0,162             | 0,029               | 0,487                   | 0,409              |
| *Hong Kong           | 0,268             | 0,092               | 0,056                   | 0,269              |
| Irlande              | 0,215             | -0,003              | 0,422                   | 0,214              |
| Italie               | 0,216             | 0,028               | 0,616                   | 0,211              |
| Japon                | 0,319             | 0,025               | 1,015                   | 1,080              |
| Luxembourg           | 0,339             | 0,034               | 1,911                   | 0,030              |
| Nouvelle Zélande     | 0,244             | 0,022               | 0,149                   | 0,868              |
| Pays-Bas             | 0,244             | 0,015               | 0,806                   | 0,438              |
| Portugal             | 0,208             | 0,042               | 1,129                   | 0,079              |
| Suisse               | 0,271             | 0,028               | 1,210                   | 0,857              |

\*Hong Kong a une structure de marché proche des pays développés.

Tableau 3 (suite)

Tableau des données de la régression pour 39 pays

Année 1986

| P.V.D.         | $\frac{S}{Y} = s$ | $\frac{dY}{Y} = x'$ | $\frac{M_2}{Y} = y'$ | $\frac{B}{Y} = z'$ |
|----------------|-------------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| Afrique du Sud | 0,261             | 0,009               | 0,339                | 1,666              |
| Argentine      | 0,190             | 0,054               | 0,238                | 0,021              |
| Bésil          | 0,210             | 0,080               | 0,116                | 0,159              |
| Chili          | 0,187             | 0,056               | 0,219                | 0,103              |
| Corée          | 0,346             | 0,116               | 0,390                | 0,138              |
| Grèce          | 0,140             | 0,011               | 0,638                | 0,028              |
| Inde           | 0,209             | 0,043               | 0,453                | 0,302              |
| Jordanie       | 0,140             | 0,021               | 0,657                | 0,039              |
| Malaisie       | 0,315             | 0,012               | 0,763                | 0,906              |
| Mexique        | 0,231             | -0,036              | 0,273                | 0,070              |
| Nigéria        | 0,126             | -0,021              | 0,284                | 0,034              |
| Norvège        | 0,260             | 0,042               | 0,580                | 0,145              |
| Pakistan       | 0,092             | 0,078               | 0,407                | 0,057              |
| Philippines    | 0,161             | 0,018               | 0,218                | 0,065              |
| Thaïlande      | 0,227             | 0,034               | 0,614                | 0,068              |
| Taiwan         | 0,362             | 0,099               | 1,202                | 0,505              |
| Tunisie        | 0,155             | -0,016              | 0,464                | 0,0027             |
| Turquie        | 0,209             | 0,080               | 0,299                | 0,028              |
| Vénézuéla      | 0,202             | 0,068               | 0,441                | 0,010              |

Source: -The Montreal exchange guide to world equity markets 1987. Edited by Bryan de Caires Editorial adviser David Galloway (G.T.Management)

-The G.T. Guide to world equity markets 1988. Edited by Bryan de Caires. Published by Euromoney publications.

-Statistiques financières internationales vol.XLII numéro 3, mars 1989.

-Central Bank of Jordan. Twenty third annual report 1986.

-Country report Hong Kong 1986-1987.

-Country report Taiwan 1986-1987.

-Bourse des valeurs mobilières de Tunis.

Notre test empirique, consiste à voir l'importance et l'effet du marché financier sur la propension moyenne à épargner, comme nous l'avons mentionné dans le cadre théorique de la section précédente; Cette variable joue un rôle important dans la détermination de la croissance économique.

L'utilisation de la propension moyenne à épargner est due au fait que nous étudions la structure financière, et son degré d'influence sur la croissance économique à un moment donné.

C'est ainsi que la propension moyenne à épargner, sera fonction croissante du taux de croissance réel du revenu; du rapport  $\frac{M_{ext}}{Y}$  comme indicateur du degré d'intermédiation financière des institutions hors bourse, et du rapport  $\frac{\text{Valeur du marché}}{Y}$ , comme étant l'indicateur du développement des bourses dans les économies.

$$\text{Soit } \frac{S}{Y} = \frac{S}{Y} \left( \frac{dY}{Y}, \frac{M_{ext}}{Y}, \frac{\text{Valeur du marché}}{Y} \right)$$

$$\text{avec } x' = \frac{dY}{Y}; y' = \frac{M_{ext}}{Y}; z' = \frac{\text{Valeur du marché}}{Y} = \frac{B}{Y}$$

$$\frac{S}{Y} = s$$

$$\frac{\partial s}{\partial x'} > 0; \frac{\partial s}{\partial y'} > 0; \frac{\partial s}{\partial z'} > 0$$

Une vue préliminaire sur les données de la régression des 39 pays, nous permet de détecter certaines observations qui apparaissent en effet aberrants.

Un ratio  $\frac{M_{22}}{Y}$  ou  $\frac{B}{Y}$  très élevé dans un P.V.D. et l'inverse pour un pays développé contredit notre base théorique. Une analyse plus approfondie de ces observations est donc requise afin de s'assurer que les résultats de l'analyse empirique ne seront pas trop dépendants de ces observations exceptionnelles.

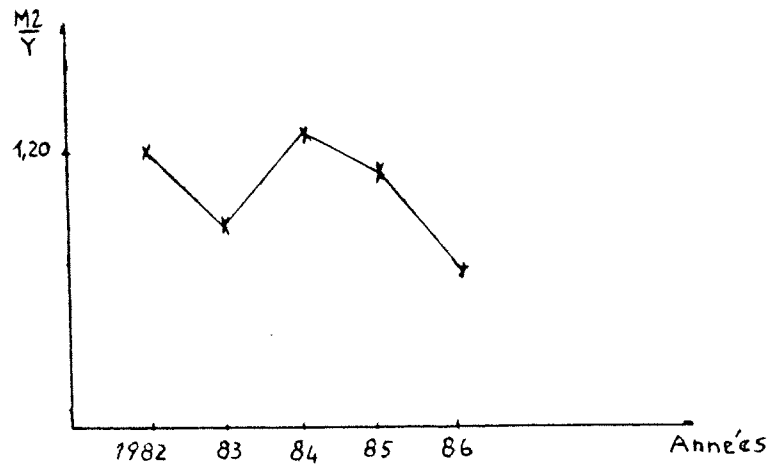
Pour l'Afrique du Sud, le ratio très élevé de  $\frac{B}{Y}$  peut être probablement expliqué par les transactions sur l'or, et l'achat d'actions dans les compagnies minières. Le Luxembourg est un paradis fiscal. Le ratio  $\frac{M_{22}}{Y}$  est très élevé.

La Suisse possède deux rapport  $\frac{M_{22}}{Y}$  et  $\frac{B}{Y}$  relativement élevés par rapport à l'Allemagne de l'Ouest considéré comme l'un des pays les plus riches de l'Europe. Ceci est dû probablement aux avantages fiscaux que possède la Suisse pour attirer les capacités de financement étrangères sur le marché des capitaux.

Le Portugal apparait un peu exceptionnel par son ratio  $\frac{M_{22}}{Y}$  très élevé = 1,129 en 1986. Afin de nous assurer qu'il ne s'agit pas d'une observation d'une année exceptionnelle, nous avons calculé ce rapport les quatre années qui ont précédé 1986. Les résultats sont comme suit:

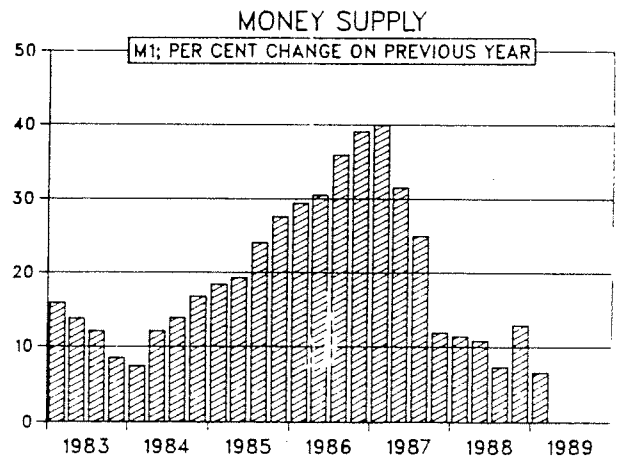
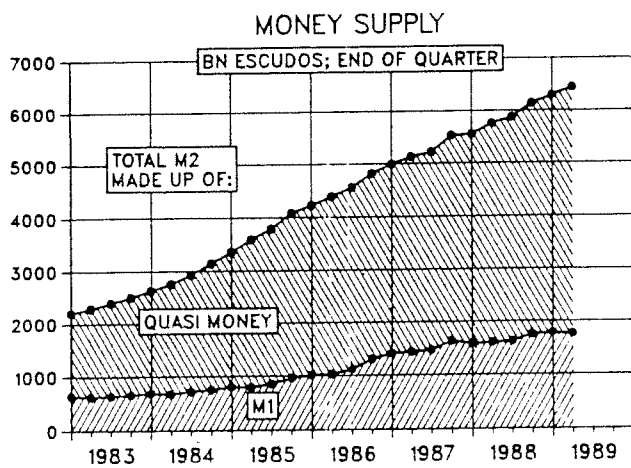
| Année              | 1982 | 1983 | 1984  | 1985  | 1986  |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|
| $\frac{M_{22}}{Y}$ | 1,20 | 1,16 | 1,212 | 1,195 | 1,129 |

source: Statistiques financières internationales



Les rapports des quatre années se rapprochent. Donc l'année 1986 n'était pas exceptionnelle. La structure organisationnelle fait que  $\frac{M_{t-1}}{Y}$  est élevé.

D'autre part, une vue sur les graphiques ci-dessous



montre que la quasi monnaie  $M_2$  ont augmenté d'une façon spectaculaire depuis 1984. L'importance de ce ratio au Portugal est d'ordre structurel relatif au pays dont je ne pouvais trouver une explication précise.



Nous avons fait le test, d'abord pour un échantillon de 39 pays, dont 19 pays sous-développés et 20 développés pendant l'année 1986. Le choix de l'année 1986 est justifié par le fait que cette année a précédé le krach boursier de 1987 et on a vu l'augmentation flagrante de la valeur des titres cotés, qui ont même atteint leur apogée à la fin de 1986 et avant octobre 1987. D'autre part, la disponibilité des statistiques pour les différents pays, nous a incité au choix suscit.

Le traitement empirique pour les 39 pays a donné les résultats suivants:

$$\frac{\underline{S}}{Y} = 0.137393 + 0.652976 \left( \frac{dY}{Y} \right) + 0.07744 \left( \frac{M_{t-2}}{Y} \right) + 0.0530348 \left( \frac{B}{Y} \right)$$

(7.214)            (2.556)            (3.422)            (2.580)

$$R^2 = 0.41$$

$$\frac{\underline{S}}{Y} = s = a_0 + a_1 \left( \frac{dY}{Y} \right) + a_2 \left( \frac{M_{t-2}}{Y} \right) + a_3 \left( \frac{B}{Y} \right) \quad (7)$$

$R^2 = 0.41$  est assez élevé étant donné que dans les coupes instantannées, où le  $R^2$  est généralement moins élevé que dans le cas des séries chronologiques.

Nous allons faire le test unilatéral de tous les coefficients des variables explicatives, pour vérifier la théorie.

$$\frac{\partial s}{\partial x'} = a_1 ; \quad \frac{\partial s}{\partial y'} = a_2 ; \quad \frac{\partial s}{\partial z'} = a_3 \quad (8)$$

Ces coefficients, représentent la variation de la propension moyenne à épargner suite à l'augmentation de l'une des variables explicatives d'une unité. Soit, l'amélioration respective du taux de croissance dans l'économie; le développement des banques, des institutions de collecte de l'épargne, et de la bourse.

Nous allons tester

$$H_0: a_i > 0$$

vs  $H_1$ : La condition n'est pas réalisée à un seuil de signification de 10%

$$\text{Le } t \text{ student théorique } t_{\alpha}^* (T - K) = t_{0,10}^* (35) = 1.303$$

Dans tous les cas, le  $t$  empirique est supérieur au  $t$  student tabulé, ce qui prouve que tous les coefficients sont significatifs, vérifiant l'hypothèse selon laquelle, l'amélioration du système financier, est une condition nécessaire à l'amélioration de l'épargne, et l'obtention d'un taux de croissance soutenable. Notons qu'il existe la possibilité d'une relation simultannée dans l'équation (7)

entre la variable dépendante  $\frac{S}{Y}$  et la variable explicative nouvelle. Dans des recherches futures il serait important d'examiner les implications d'une telle relation sur les coefficients estimés.

Après le premier test, nous avons pris uniquement les 19 pays sous-développés, pour voir l'importance de l'intermédiation financière dans une structure où les institutions financières sont peu développées.

Le traitement empirique a donné les résultats suivants:

$$\frac{S}{Y} = 0.126376 + 0.665735\left(\frac{dY}{Y}\right) + 0.090284\left(\frac{M_{m}}{Y}\right) + 0.080035\left(\frac{B}{Y}\right)$$

|         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|
| (4.354) | (2.048) | (1.658) | (2.400) |
|---------|---------|---------|---------|

$$R^2 = 0.499$$

Le t théorique a un seuil de signification de 10%.

$$t_{\alpha}^* (19-4) = t_{0,10}^* (15) = 1.341$$

pour le test unilatéral montre que tous les coefficients sont significatifs.

La propension à épargner dépend principalement, du taux de croissance de revenu, qui par son augmentation génère des capacités de financement potentielles, et permet l'amélioration de l'épargne dans le pays.

Ceci sans négliger les facteurs qualitatifs qui peuvent influencer le comportement des individus tel que la structure par âge de la population, la répartition du revenu, et les anticipations futures.

D'autre part la propension à épargner est étroitement liée au degré de développement des institutions financières, qui par le processus d'intermédiation peuvent déclencher et aider à la réalisation d'un développement autogéré.

R. Tremblay (1975) affirme "un système bancaire qui maintient artificiellement de faibles taux d'intérêt et qui n'est pas propice à l'augmentation du niveau de monétisation et d'intermédiation financière dans l'économie, peut avoir un effet désastreux sur la propension à l'épargne, sur la qualité des investissements entrepris, et inévitablement sur le taux de croissance des revenus".

D'autre part, il cite (page 10) "Dans les pays à croissance rapide (Japon, Allemagne, Corée, Formose), la croissance réelle s'est accompagnée de politiques financières réussies et d'une expansion monétaire réelle, habituellement la croissance financière a entraîné une croissance simultanée des dépôts à vue et de la masse monétaire, ce qui est normal, mais en plus, les dépôts

liquides d'épargne et les dépôts à terme ont eu tendance à augmenter plus rapidement que le P.N.B."

Ainsi, le reflet du vrai prix de l'argent, et le développement des institutions financières aideront les pays sous-développés à augmenter les coffres des banques et des institutions de collecte de l'épargne, en attirant les potentialités existantes et leur allocation dans les secteurs productifs.

A côté de cela, les pays en voie de développement, souffrent de marchés financiers imparfaits dont leur développement d'après le test sur le coefficient  $a_3$  relatif au marché boursier, s'avérerait significatif et indiquant le rôle que peut assumer le marché financier pour drainer les potentialités existantes, afin d'augmenter le taux d'épargne dans le pays et générer le processus d'accumulation. Un tel rôle est réalisé à travers la valorisation des titres des entreprises cotées, qui par leur prospérité attirent le maximum d'épargnants et aident à l'accroissement du taux d'épargne dans le pays, sans une création monétaire qui pourrait toucher l'équilibre entre les quantités de biens et de monnaie disponibles dans l'économie.

Une augmentation d'une unité du rapport

$B_1 = \frac{\text{valeur du marché}}{Y}$  accroîtra le taux d'épargne de 0.08.

Plus le marché financier se développe, plus le taux d'épargne se renchérit, et plus la croissance économique se soutient.

D'après notre test empirique, le marché financier agit positivement sur le taux d'épargne; non pas uniquement les banques et les institutions de collecte de l'épargne qui influencent positivement l'épargne dans le pays, mais c'est aussi la bourse qui jouera un rôle important dans le processus d'accumulation, en aidant à drainer les potentialités mal utilisées.

Nous avons voulu nous assurer de l'importance du marché boursier en éliminant l'Afrique du Sud. Ce dernier possède un ratio  $\frac{B}{Y}$  relativement bizarre malgré son appartenance à la catégorie des P.V.D..

Le traitement empirique pour les 18 P.V.D. restants a donné les résultats suivants:

$$\frac{\underline{S}}{Y} = 0,138688 + 0,617615\left(\frac{dY}{Y}\right) + 0,041523\left(\frac{M_{MSE}}{Y}\right) + 0,173977\left(\frac{B}{Y}\right)$$

(4,770)            (1,967)            (0,674)            (2,471)

$$R^2 = 0,55$$

$$\frac{\underline{S}}{Y} = c_0 + c_1\left(\frac{dY}{Y}\right) + c_2\left(\frac{M_{MSE}}{Y}\right) + c_3\left(\frac{B}{Y}\right) \quad (7a)$$

Le t Student relatif à la variable que nous avons ajouté s'avérerait très significatif malgré la perte de signification du coefficient relatif au marché bancaire.

Ce résultat confirme notre hypothèse sur l'importance du marché financier pour l'accroissement du taux d'épargne dans les P.V.D..<sup>22</sup>

Il sera alors nécessaire aux pays en voie de développement de mettre l'accent sur leur marché boursier et essayer de le développer pour la réalisation de leur croissance économique estimée prioritaire.

C'est ainsi que nous essayerons de dégager les entraves qui empêchent le plein fonctionnement des bourses dans les P.V.D. en s'intéressant au cas particulier de la Tunisie.

---

<sup>22</sup> Nous avons fait la régression pour les 18 P.V.D. en enlevant la variable nouvelle que nous avons ajoutée, afin de vérifier la possibilité d'une collinéarité entre  $\frac{M_{m}}{Y}$  et  $\frac{B}{Y}$ .

Le traitement empirique a donné les résultats suivants:

$$\frac{S}{Y} = 0,124818 + 0,641375\left(\frac{dY}{Y}\right) + 0,121375\left(\frac{M_{m}}{Y}\right)$$

$$(3,779) \quad (1,765) \quad (2,126)$$

$$R^{22} = 0,36$$

La régression entre  $\frac{S}{Y}$ ,  $\frac{dY}{Y}$  et  $\frac{M_{m}}{Y}$  montre qu'il y a une corrélation positive.  $\frac{M_{m}}{Y}$  et  $\frac{B}{Y}$  sont positivement corrélés vu les résultats de l'équation (7a).

Des études ultérieures devraient tenir compte de ces remarques et essayer d'améliorer le modèle.

## Chapitre deuxième: Cas de la bourse de Tunis

### Section 1: Création, organisation, fonctionnement.

#### II.1.1. Création & organisation

En substitution à l'Office Tunisienne de Cotation des Valeurs Mobilières (O.T.C.V.M.) créé le 23 avril 1945 et assurant le rôle d'une chambre de compensation interbancaire.

Les premières tentatives de création d'une bourse de valeur mobilières en Tunisie ont commencé au début des années 60, avec la collaboration d'organismes étrangers et internationaux qui ont aboutit à l'adoption de la loi du 28 février 1969 portant création de la bourse des valeurs mobilières de Tunis (B.V.M.T.). Ses objectifs sont définis par l'article 2 de la loi de création, qui se résumant en:

1) L'organisation et la direction du marché des valeurs mobilières.

2) L'assurance des transactions des valeurs dans les meilleures conditions de régularité et rapidité.

3) La recherche de capitaux nouveaux pour les sociétés.

4) La promotion et l'encouragement de la collecte et de la mobilisation de l'épargne dans le placement en valeurs mobilière.



Selon la doctrine internationale, on distingue 2 types de bourses:

a) Les Bourses privées qui naissent par la collaboration d'opérateurs sur titres.

b) Les Bourses d'Etat, créées par les pouvoirs publics, jouissent de l'autonomie de gestion sous la supervision de l'Etat. La bourse de Tunis appartient à cette catégorie d'institution. Un comité contrôle son fonctionnement.

Ce comité d'administration de la bourse de Tunis est composé du président nommé par décret sur proposition du Ministre de finances et 6 membres dont 1 représentant du Ministère des Finances, 1 représentant de la Banque Centrale de Tunisie (B.C.T), 1 représentant de l'association des agents de change, 2 représentants de l'association professionnelle des banques et 1 représentant du Conseil Economique et social, qui doivent unir leurs efforts afin de bien gérer et organiser le marché financier, et aider à atteindre les objectifs économiques globaux.

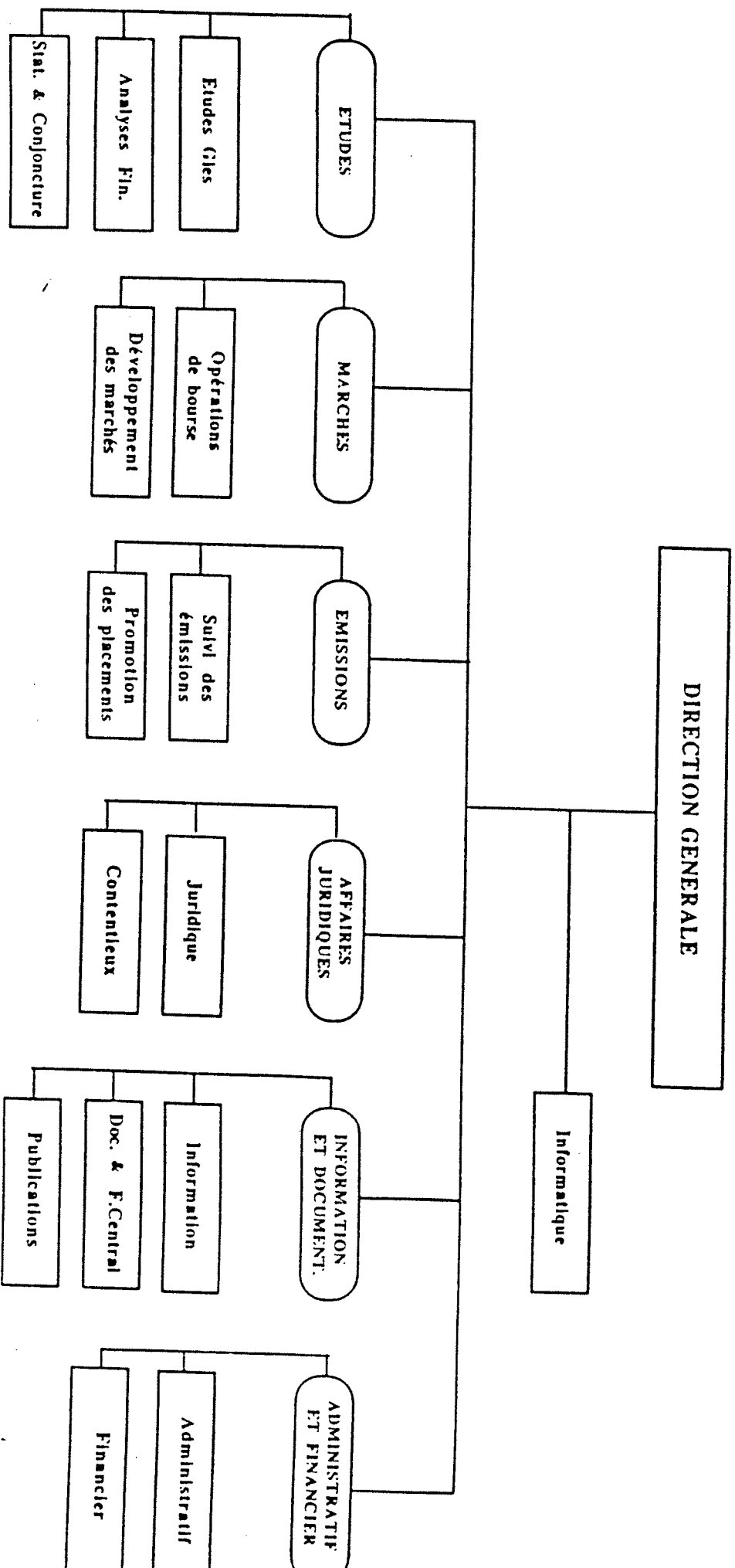
La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (B.V.M.T.) est dirigée par son président et un directeur, qui chapeautent les 6 départements de la bourse et leur coordination pour une organisation et une gestion efficace.

Les différents départements sont :

- Le département des études: Il effectue des études financières sur les entreprises cotées ou qui veulent accéder au marché financier, des études générales tel que la situation économique dans le pays et les facteurs exogènes et endogènes qui peuvent toucher le fonctionnement de la bourse, des études sectorielles, et l'élaboration de statistiques relatifs au marché et à la conjoncture.
  
- Le département marchés: Il s'intéresse aux opérations boursières et au développement des marchés.
  
- Le département des émissions: Il assure le suivi des titres nouvellement émis et promouvoit les placements.
  
- Le département des affaires juridiques: Il s'occupe de tous les problèmes juridiques qui touchent la bourse dans son action et sa relation avec les tiers.

# BOURSE DES VALEURS MOBILIERES

## ORGANIGRAMME



- Le département de l'information et documentation: Il s'intéresse à tout ce qui concerne l'information, les publications et la documentation de la bourse pour des fins immédiats et futurs. Il publie le bulletin officiel de la bourse.

- Le département administratif: Il s'occupe des problèmes de gestion, de budget et de flux d'entrée et de sortie d'argent. (voir organigramme ci-joint)

### II.1.2 Le fonctionnement de la B.V.M.T.

Le fonctionnement de la Bourse de Tunis a été décrit par les articles 8, 9, 10 et 11 de la Loi de Création. Ils concernent: les conditions d'admission à la Bourse, les obligations des sociétés envers le marché financier, l'anonymat des transactions, la négociation des titres et l'information que doit fournir la bourse sur les cours de titres tansigés.

L'intensité des transactions dépend de la taille des sociétés. Nombreuses petites et moyennes entreprises (P.M.E.) ne sont pas cotées d'où la création de 2 marchés:

- Le marché permanent qui regroupe les valeurs inscrites et traitées quotidiennement.
- Le marché occasionnel, ouvert aux entreprises non-cotées.

Ainsi, sont automatiquement admis les titres émis par l'Etat et les valeurs des sociétés qui remplissent les trois conditions suivantes:

- 1) La société doit avoir un capital nominal égal à 50,000.00 D.T. au minimum.
- 2) Elle doit justifier de 3 années d'existence effective attestée par la présentation de 3 bilans.
- 3) Elle doit avoir distribuée au moins un dividende "A l'exception des sociétés qui bénéficient d'une garantie de dividendes par l'état ou un organisme bancaire."

Après que la société est cotée, elle doit fournir à la bourse tous les documents comptables (bilan, comptes d'exploitation, compte de perte et profit) nécessaires à son évaluation, et qui font l'objet d'une publication annuelle. De même la société est tenue d'informer la bourse sur tout dividende distribué. "Les transactions sont anonymes. Elle se font au comptant et ont lieu sur des titres au porteur ou nominatif." Les séances de cotation sont publiques, et la cotation se fait à la criée au mieux offrants par l'intermédiaire des agents de change qui ont le monopole sur toutes les transactions sur les valeurs mobilières. L'organe officiel de la bourse est tenue de publier le bulletin des cours des titres traités, et informer le grand public de leur évolution.

## Section 2: Physionomie du marché

### II.2.1: Le marché primaire.

Ce marché auquel on fait directement appel à l'épargne excédentaire dégagée par les agents à capacité de financement, contribue principalement au financement des capitaux permanents des entreprises émétrices soit d'actions pour la constitution de nouvelles sociétés ou l'augmentation du capital, soit d'obligations pour le financement des dettes à long terme. Ce marché permet le financement du budget de l'Etat par l'émission de bons d'équipement ou bons de trésor. Ces derniers ne sont pas encore traités à la bourse de Tunis, mais ils vont être introduits.

Les émissions totales sur ce marché ont progressé à un rythme moyen de 14,5% entre 1972 et 1987 à cause:

- \* de la constitution de nouvelles sociétés qui ont atteint un chiffre cumulé de 2118 en 1987 alors qu'ils n'étaient que 28 en 1970, année de démarrage de la bourse des valeurs mobilières de Tunis.

- \* des augmentations de capital qui représentent une moyenne de 46,5% du total des actions émises

- \* et d'émissions de bons d'équipement sur une durée de dix ans à un taux d'intérêt de 5,5% exonéré de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, et qui ont une part moyenne se rapprochant de la moitié du total des émissions

à cause de l'augmentation du déficit budgétaire qui a atteint 5,1% du P.I.B. en 1986. Ainsi en 1986 les émissions brutes en bons d'équipement ont augmenté de 10% par rapport à 1985 alors qu'ils ont enregistré une baisse similaire en 1987, mais une part importante sur le marché primaire soit 65,62%. Ceci est la conséquence du renchérissement du prix du pétrole, de la politique de privatisation des entreprises publiques et l'augmentation des intérêts et dividendes de l'Etat, ainsi que l'émission de l'emprunt national en 1986 (31 942 730 D soit près de 11,5% de bons émis), qui ont contribué à l'accroissement des ressources budgétaires.

Les institutions sont les principaux souscripteurs au bons d'équipement, à cause des obligations qui leur sont imposées pour détenir un minimum de ces titres. Ainsi, les Banques sont tenues par la Banque Centrale de Tunisie de placer un minimum de 20% de l'ensemble de leurs dépôts à vue, à terme et en comptes spéciaux d'épargne sous forme de bons d'équipement, de même qu'elles doivent détenir 5% de leur dépôts en bons émis par la Caisse Nationale d'épargne logement (C.N.E.L.) qui enregistre ces dernières années des excédents leur permettant d'arrêter ses émissions. Par suite la part qui était allouée par les banques à la C.N.E.L. sera allouée à l'Etat, et contribue à augmenter la part des bons possédés par les banques.

En 1987 la souscription brute en bons d'équipement par les banques de dépôts a été de 159,3 MD soit 63,72% du total des bons émis.

Les compagnies d'assurance sont tenues en vertu de l'arrêté du ministre des finances du 21 août 1979, de placer au moins 50% de leurs réserves techniques en bons d'équipement. Les caisses de sécurité sociale ont utilisé 51.3 millions de dinars de leurs excédents en bons d'équipement en 1986.

Pour les agents économiques tels que les sociétés et les ménages; leur part est minime, surtout pour les ménages qui; soit mal informés, soit qu'ils trouvent un emploi plus rentable de leur argent en dépôts auprès des banques ou des institutions de collecte d'épargne. La part détenue par les ménages en bons d'équipement augmente surtout suite à l'émission d'un emprunt national. La Tunisie a lancé 5 emprunts nationaux (1955, 1964, 1977, 1986 et 1988). Les derniers lancés en 2 catégories avec différents taux d'intérêts et différents avantages fiscaux, ont attiré l'agent ménage et ont enregistré des recettes importantes à l'Etat, surtout le dernier, lancé en 1988 qui a comptabilisé des recettes supérieures aux prévisions tracées par le VII plan.



Les emprunts obligataires garantis par l'Etat matérialisés principalement par les emprunts de la banque de développement économique de Tunisie (B.D.E.T.) sont une 2eme catégorie de titres à revenus fixes. Ils se résument au tableau suivant:

|      |  |                 |               |
|------|--|-----------------|---------------|
| 1973 | tranche A:5.75%                        | 820 600 000     | D.T           |
|      | tranche B:5.75%                        | 109 400 000     |               |
| 1974 | tranche A:5.75%                        | 192 870 000     |               |
|      | tranche B:5.75%                        | 807 130 000     |               |
| 1975 | 1er emprunt                            | tranche A:5.75% | 242 760 000   |
|      |  | tranche B:5.75% | 1 757 240 000 |
|      | 2e emprunt                             | tranche A:5.75% | 278 410 000   |
|      |  | tranche B:7.00% | 221 590 000   |
| 1977 | tranche A:a 6% par tirage              | 70 700 000      |               |
|      | tranche B:7%                           | 39 300 000      |               |
| 1980 | tranche A:a 6.5% par tirage            | 1 103 700 000   |               |
|      | tranche B:a 8% par tirage              | 1 128 200 000   |               |
|      | +prime de remboursement<br>progressive |                 |               |
| 1982 | tranche A:7%                           | 1 407 600 000   |               |
|      | tranche B:9.5%                         | 707 600         |               |
| 1983 | tranche A:7.75%                        | 1 645 290 000   |               |
|      | tranche B:10.25%                       | 541 150 000     |               |
| 1984 | tranche A:7.75%                        | 3 545 140 000   |               |
|      | tranche B:10.25%                       | 406 580 000     |               |
| 1985 | tranche A:7.75%                        | 2 715 980 000   |               |
|      | tranche B:10.25%                       | 1 436 290 000   |               |
| 1986 | tranche A:8%                           | 5 137 040 000   |               |
|      | tranche B:11%                          | 2 443 020 000   |               |
| 1987 | tranche A:8%                           | 6 247 460 000   |               |
|      | tranche B:11%                          | 3 252 500 000   |               |

Source :  
Service titres  
de la B.D.B.T.

A partir de 1975, la B.D.E.T. a commencé à lancer des titres en 2 tranches à des taux d'intérêt différents. La tranche A qui possède le taux d'intérêt le plus faible est exonérée d'impôt, alors que la tranche B à taux d'intérêt élevé qui a commencé à 7% en 1975 et a atteint 11% en 1987 est non exonérée. La tranche exonérée représente une part importante dans les emprunts de la B.D.E.T. En 1987, elle est de l'ordre de 65,7%. Cette exonération ne devait dépasser 30% de revenu imposable pour les personnes physiques et 50% pour les personnes morales. Les intérêts servis sont soumis à la contribution personnelle d'Etat (C.P.E.) pour les personnes physiques, et à l'impôt sur la patente pour les personnes morales, contrairement au bons d'équipement où les intérêts sont déductibles du revenu imposable. Les principaux souscripteurs à ces emprunts sont principalement les assurances avec 30% du total de l'emprunt de 1983 par exemple; les sociétés avec 54,7%, les particuliers avec 10,72%, les banques et les organismes de sécurité sociale avec des parts très faibles.

Contrairement aux bons d'équipement, les particuliers, les sociétés & les compagnies d'assurance, investissent d'avantage en emprunt B.D.E.T. Ceci peut être dû à la liberté accordée par le législateur aux institutions financières de ne pas détenir un ratio minimum de ces bons, aux taux d'intérêts progressifs d'un

emprunt à un autre, à l'exonération d'impôt qui encourage principalement les sociétés à fuir le fisc, et diminuer le montant du revenu imposable, et aux placements avantageux de ces titres par rapport à d'autres comptes tel que les dépôts à terme qui ont un rendement se rapprochant des 8% pour une durée de 24 mois.

Mais ces titres sont difficilement liquides et possèdent un taux de rotation faible sur le marché secondaire, à cause principalement de la restriction de blocage obligatoire de ces titres pendant cinq ans pour bénéficier des avantages fiscaux. Ce qui peut causer une fuite à la recherche de substituts plus liquides tel que les dépôts bancaires. La part des emprunts obligataires par rapport au total des émissions reste faible. Pour les valeurs à revenus variables: " Les actions", leur valeur a atteint 121 millions de dinar en 1987 contre 199 millions de dinar en 1986, enregistrant une diminution de 39%. Le taux de croissance annuel moyen est de 12,6% entre 1972 et 1987.

L'année 1986 a enregistré la création de 78 nouvelles sociétés, contrairement à l'année 1985 où il y a eu création de 135 nouvelles sociétés. En 1986 la part des émissions destinées à l'augmentation du capital a été la plus importante, soit 92,5%. ceci peut être la cause de la conjoncture défavorable qu'a connu la Tunisie en 1986,

où il y a eu un épuisement des devises dans le pays, qui a contraint certaines entreprises à ralentir leur processus de production pour cause de non-existence de matière première importée, et a découragé les nouveaux investisseurs à bâtir de nouvelles sociétés, contraignant les sociétés à augmenter leur capitaux propres pour faire face à un besoin en fond de roulement, qui a augmenté suite à la situation de favorable, surtout pour les entreprises dont la majeure partie de leur matière première est importée. Jusqu'à 1987, la part de titres émis pour l'augmentation de capital l'a emporté, enregistrant un nombre cumulé d'émissions de 588 en 3 ans. En 1987, il y a eu constitution de 89 sociétés qui ont permis d'augmenter la part d'émissions destinée à de nouvelles investissements atteignant 75%. Les années 1983 et 1986 ont été marquées par une capitalisation importante réalisée par les augmentations de capital, et qui sont respectivement 184 millions de dinar et 184 millions de dinar. Ainsi durant les quatre dernières années, les différents titres émis sur le marché primaire, ont financé les augmentations de capital des entreprises qui ont vu leur taille augmenter, mais qui n'ont pas trop participé à l'accroissement du volume des émissions sur ce marché.

Le marché primaire tunisien, enregistre une moyenne de 119 nouvelles sociétés créées avec 96% des souscriptions par apport en numéraire, et 112 sociétés qui procèdent à

des augmentations de capital dont 81,91% d'entre elles se font par apport en numéraire, 2,42% par apport en nature, 13,40% par incorporation des réserves légales et facultatives et 2,27% par compensation de créances.

Les banques sont les principaux bénéficiaires des émissions de nouvelles actions. Les autres secteurs dépendent de la conjoncture, et de la politique d'investissement dans le pays. ainsi le secteur touristique a enregistré une part importante des émissions respectivement en 1980: 18,62%; 1982: 24,95%; 1983: 15,55%, à cause des politiques d'encouragement et de promotion du tourisme; le secteur des bâtiment et travaux publics, a enregistré une part importante en 1984 (18,41%) suivi par le secteur de l'industrie mécaniques et électriques (12,45%).

Donc, les Banques dominent le marché d'émission des valeurs à revenus variables, tandis que la part des autres secteurs est relative à la politique économique du pays et aux choix stratégiques d'investissements privilégiés.

L'essentiel de l'activité boursière se concentre sur les valeurs à revenu variable avec un marché obligataire restreint à l'Etat, et qui enregistre une certaine progression.

## Emissions Brutes d'actions et d'obligations

|                     | 1972      | 1973      | 1974      | 1975      | 1976       | 1977       |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Bon d'équipement    | 28.222550 | 27.852070 | 15.489880 | 24.799640 | 48.244920  | 76.170160  |
| Emprunt obligataire |           | 3.000000  | 1.000000  | 3.000000  | 4.000000   | 6.000000   |
| Actions             | 20.637295 | 18.208690 | 24.139135 | 34.160888 | 62.218535  | 56.877981  |
| Total               | 48.859845 | 49.060760 | 40.629015 | 61.960528 | 114.963455 | 133.648149 |

Source:  
B.V.M.P.

Emissions Brutes d'actions et d'obligations  
(en Millions de D.T.) suite

|                     | 1978        | 1979       | 1980       | 1981        | 1982        | 1983        | 1984        | 1985        | 1986        | 1987        |
|---------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bon d'équipement    | 89.597710   | 100.945740 | 110.902540 | 1154.322770 | 1150.902840 | 1177.961870 | 1207.344630 | 1252.751040 | 1278.198730 | 1250.000    |
| Emprunt obligatoire | 1.000       |            |            | 2.300000    | 2.115390    | 2.177220    | 5.953720    | 5.285710    | 7.580060    | 19.500000   |
| Action              | 64.580215   | 52.286340  | 53.391893  | 314.197626  | 1155.685455 | 1259.081375 | 1299.620845 | 1137.366217 | 1199.843223 | 1121.463875 |
| Total               | 1154.177925 | 154.232080 | 164.294433 | 1470.820396 | 1308.703685 | 1439.220465 | 1512.919195 | 1395.402967 | 1485.622013 | 1380.963875 |

(1) Emprunt National 1986 : 31.942730

\* Emprunt B.D.E.T. 1987: 9 500 000

Source: B.V.M. Tunis



## Emission de nouvelles actions en D.T

|                                 | 1978              | 1979       | 1980       | 1981        | 1982        | 1983        | 1984        | 1985        | 1986        | 1987        |
|---------------------------------|-------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Constitution de<br>societes     | 22 161 950        | 14 891 900 | 30 593 700 | 259 205 300 | 117 560 800 | 145 695 400 | 200 115 900 | 41 547 270  | 14 920 700  | 30 593 800  |
|                                 | 34%               | 28%        | 57%        | 82%         | 75,5%       | 56%         | 66%         | 30,2%       | 7,5%        | 25%         |
| Augmentation de<br>capital      | 42 418 265        | 37 394 440 | 22 798 193 | 54 992 326  | 38 124 655  | 113 385 975 | 99 504 945  | 95 818 947  | 184 922 523 | 90 870 075  |
|                                 | 66%               | 72%        | 43%        | 18%         | 24,5%       | 44%         | 34%         | 69,8%       | 92,5%       | 75%         |
| Total                           | 64 580 215        | 52 286 340 | 53 391 893 | 314 197 626 | 155 685 455 | 259 081 375 | 299 620 845 | 137 366 217 | 199 843 223 | 121 463 875 |
| Nombre de nouvelles<br>societes | 151               | 101        | 161        | 181         | 177         | 176         | 123         | 135         | 78          | 89          |
|                                 | nombre d'emission | 108        | 118        | 113         | 92          | 117         | 138         | 122         | 290         | 152         |

SOURCE: B.V.M.TUNIS

Tableau 7

|      | Emission d'actions<br>Val. globale des<br>emissions | Bons d'equipement<br>Val. glo.d'emissions | Emprunts obligatoires(*)<br>Val.glo.d'emissions |
|------|---|---|---|
| 1972 | 42.24   | 57.78                                     |   |
| 1973 | 37.11   | 56.77                                     | 6.12  |
| 1974 | 59.41   | 38.13                                     | 2.46  |
| 1975 | 55.13   | 40.02                                     | 4.85  |
| 1976 | 54.12   | 41.97                                     | 3.91  |
| 1977 | 42.56   | 56.99                                     | 0.45  |
| 1978 | 36.7  | 58.12                                     | 5.18  |
| 1979 | 33.9  | 65.45                                     | 0.65  |
| 1980 | 32.5  | 67.5                                      |   |
| 1981 | 66.74   | 32.78                                     | 0.65  |
| 1982 | 50.44   | 48.89                                     | 0.67  |
| 1983 | 58.9  | 40.52                                     | 0.58  |
| 1984 | 58.42   | 40.42                                     | 1.16  |
| 1985 | 34.74   | 63.92                                     | 1.34  |
| 1986 | 41.16   | 57.28                                     | 1.56  |
| 1987 | 31.89   | 65.62                                     | 2.48  |

Source:  
B.V.M.Tunis

Tableau 8

Les émissions et nombre de titres  
sur le marché primaire

|      | Montant<br>d'émission<br>d'action | Evolution<br>nouvelle<br>(%) | Emission<br>d'action<br>Emission | Nombre de<br>titres emis | Nombre<br>cumule<br>de titres |
|------|-----------------------------------|------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-------------------------------|
| 1970 | 17 164 245                        | ---                          | 56.09                            | 2 013 018                | 2 013 018                     |
| 1971 | 20 063 885                        | 16.89                        | 65.40                            | 2 784 406                | 4 787 424                     |
| 1972 | 20 637 295                        | 2.86                         | 42.24                            | 2 818 233                | 7 615 657                     |
| 1973 | 18 208 690                        | (-11.77)                     | 37.11                            | 1 397 665                | 9 013 322                     |
| 1974 | 24 133 135                        | 32.57                        | 59.41                            | 2 946 601                | 11 959 923                    |
| 1975 | 34 160 888                        | 41.52                        | 55.13                            | 3 556 798                | 15 516 721                    |
| 1976 | 53 300 435                        | 56.03                        | 52.87                            | 4 663 724                | 20 180 445                    |
| 1977 | 56 877 981                        | 6.71                         | 42.50                            | 4 372 074                | 24 552 519                    |
| 1978 | 64 580 215                        | 13.54                        | 41.89                            | 7 283 164                | 31 835 683                    |
| 1979 | 52 286 340                        | (-19.04)                     | 33.90                            | 3 617 042                | 15 272 280                    |
| 1980 | 53 391 893                        | 3.11                         | 32.50                            | 4 150 720                | 19 423 000                    |
| 1981 | 314 197 626                       | 488.47                       | 66.73                            | 11 330 789               | 30 753 789                    |
| 1982 | 155 685 455                       | (-50.45)                     | 50.43                            | 9 956 521                | 40 710 310                    |
| 1983 | 259 081 375                       | 66.41                        | 58.01                            | 17 839 187               | 58 549 497                    |
| 1984 | 299 620 845                       | 15.65                        | 58.42                            | 12 091 718               | 70 641 215                    |
| 1985 | 137 866 217                       | (-54.15)                     | 34.74                            | 10 585 925               | 81 827 140                    |
| 1986 | 199 843 223                       | 45.48                        | 41.15                            | 21 306 602               | 102 533 742                   |
| 1987 | 121 963 875                       | (-39.22)                     | 31.88                            | 10 365 753               | 112 899 495                   |

Source: B.V.M.Tunis

Tableau 9  
Evolution des constitutions de sociétés

|      | Apport en<br>numeraire | Apport en<br>nature | Montant<br>total emis<br>dinars | Nombre de sociétés creees |        |
|------|------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------------|--------|
|      |                        |                     |                                 | Annuel                    | Cumule |
| 1970 | 2 371 790              | ---                 | 2 371 700                       | 28                        | 28     |
| 1971 | 3 578 595              | 978 820             | 4 557 415                       | 61                        | 89     |
| 1972 | 3 664 905              | 182 850             | 3 847 755                       | 78                        | 167    |
| 1973 | 7 856 715              | 128 000             | 7 984 715                       | 101                       | 268    |
| 1974 | 6 741 860              | 142 000             | 6 883 800                       | 80                        | 348    |
| 1975 | 7 868 710              | 66 800              | 7 935 510                       | 88                        | 436    |
| 1976 | 20 917 230             | 775 720             | 21 692 950                      | 146                       | 582    |
| 1977 | 19 920 370             | 2 007 400           | 21 921 770                      | 164                       | 746    |
| 1978 | 19 940 230             | 2 221 720           | 22 161 950                      | 151                       | 897    |
| 1979 | 14 718 300             | 173 600             | 14 891 900                      | 101                       | 998    |
| 1980 | 29 707 585             | 886 115             | 30 533 700                      | 161                       | 1 159  |
| 1981 | 258 925 400            | 279 900             | 259 205 300                     | 181                       | 1 340  |
| 1982 | 116 554 400            | 1 006 400           | 117 560 800                     | 177                       | 1 517  |
| 1983 | 144 187 250            | 1 508 150           | 145 695 400                     | 176                       | 1 693  |
| 1984 | 193 947 900            | 6 168 000           | 200 115 900                     | 123                       | 1 816  |
| 1985 | 41 154 770             | 892 500             | 41 547 270                      | 135                       | 1 951  |
| 1986 | 14 024 100             | 896 600             | 14 920 700                      | 78                        | 2 029  |
| 1987 | 28 337 070             | 2 256 730           | 30 593 800                      | 89                        | 2 118  |

Source: B.V.M.Tunis

Tableau 10

## Evolution des augmentations de capital

|      | Apport en<br>numeraire | Apport en<br>nature | Incorporation<br>de reserves | Compensation<br>de creances | Total des<br>augmentations<br>de capital | Nombre<br>d'emissions |
|------|------------------------|---------------------|------------------------------|-----------------------------|--|-----------------------|
| 1970 | 12 585 580             | 513 540             | 1 621 285                    | 72 140                      | 14 792 545                               | 95                    |
| 1971 | 13 157 320             | 232 200             | 2 101 670                    | 15 280                      | 15 506 470                               | 72                    |
| 1972 | 13 573 120             | 20 100              | 2 590 920                    | 605 400                     | 16 789 540                               | 94                    |
| 1973 | 8 429 837              | 125 000             | 1 438 528                    | 230 610                     | 10 223 975                               | 76                    |
| 1974 | 15 056 975             | ---                 | 1 285 000                    | 913 300                     | 17 255 275                               | 70                    |
| 1975 | 21 389 178             | 1 000 000           | 3 786 200                    | 130 000                     | 26 225 378                               | 66                    |
| 1976 | 25 578 350             | ---                 | 2 968 635                    | 60 000                      | 31 607 485                               | 87                    |
| 1977 | 27 804 466             | 2 276 640           | 4 875 105                    | ---                         | 34 956 211                               | 104                   |
| 1978 | 34 232 215             | 913 000             | 6 266 050                    | 1 007 000                   | 42 418 265                               | 108                   |
| 1979 | 28 649 060             | 527 250             | 5 191 880                    | 3 026 250                   | 37 394 440                               | 118                   |
| 1980 | 16 449 977             | 126 670             | 5 909 586                    | 312 000                     | 22 798 193                               | 113                   |
| 1981 | 35 473 435             | 7 650 000           | 11 247 891                   | 621 000                     | 54 992 326                               | 92                    |
| 1982 | 34 398 281             | 89 000              | 2 142 374                    | 1 495 000                   | 38 124 655                               | 117                   |
| 1983 | 107 576 479            | 494 000             | 4 327 000                    | 488 496                     | 113 385 975                              | 138                   |
| 1984 | 65 113 985             | 1 748 565           | 32 547 395                   | 95 000                      | 99 504 945                               | 122                   |
| 1985 | 51 110 095             | 2 276 300           | 4 434 000                    | 7 998 552                   | 95 818 947                               | 290                   |
| 1986 | 168 972 838            | 2 241 760           | 12 953 025                   | 754 900                     | 184 922 523                              | 152                   |
| 1987 | 74 434 905             | 1 166 956           | 4 230 140                    | 1 038 110                   | 90 870 075                               | 146                   |

Source: B.V.M.Tunis

## II.2.2 Le marché secondaire.

Ce lieu de négociation des valeurs déjà émises, a enregistré une progression annuelle moyenne de 15,47% entre 1972 et 1987. L'évolution de ce marché est perpétuelle à la hausse comme à la baisse. Ainsi en 1979 par exemple, il y a eu une baisse de 12,94%, puis une hausse de 72,4% en 1980 puis une baisse de 4,91% en 1981, de même il y a eu une diminution du volume de transactions de 28,65% en 1986 puis une hausse de 54,85% en 1987 à cause principalement de la conjoncture économique qui touche le pays de temps à autre, et la réaction des détenteurs de titres pour leur rotation. En 1981 le nombre de titres échangés sur le marché boursier s'élève à 1 759 838 titres contre 2 700 482 en 1980. Cette régression s'explique par l'achat d'un groupe Koweïtien d'une partie des industries chimiques Maghrebines I.C.M.

En 1984, la quantité globale de titres échangés est de l'ordre de 2 186 955 contre 2 520 258 en 1983. Cette année a été marquée par une hausse spectaculaire du volume de transactions sur le marché permanent qui a atteint 20 693 contre 13 316 sur le marché occasionnel, soit une part plus importante enregistrée pour la 1ere fois sur le marché permanent qui reste toujours en moyenne avec une

part relative du volume de transaction globales se rapprochant des 25%. La hausse de 1984 est expliquée par l'opération de la société industrielle d'acide phosphorique et d'engrais (S.I.A.P.E.) qui a affecté le volume de transactions.

En 1987, le nombre de titres est 1 722 221, le volume de transactions est de l'ordre de 29 389 millions de dinars, enregistrant une croissance de 54,86% par rapport à 1986, avec une part du marché permanent de 18%.

La part du marché permanent dans le volume de transactions boursières, reste toujours faible par rapport au marché occasionnel. Ceci est la conséquence:

- \* De la faiblesse du nombre de sociétés officiellement cotées en bourse et qui est de l'ordre de 47 sociétés dont 39 entreprises publiques.

- \* De la dominance des bons d'équipement qui sont bloqués dans des institutions obligées à détenir un minimum de ces bons et qui ne les font circuler qu'occasionnellement.

- \* Des restrictions imposées pour bénéficier des avantages fiscaux en la détention de titres B.D.E.T.

- \* Et de l'enclos des sociétés inscrites sur la cote permanente. D'après le tableau retraçant la ventilation des titres selon la nature juridique, les valeurs à revenu fixe, dominant celles à revenu variable. Ce qui montre la

suprématie de l'Etat sur ce marché par l'émission de bons d'équipement qui accaparent la part la plus importante des titres à revenus fixes.

Le taux de rotation des titres, mesuré par le ratio de titres traités sur les titres existants, est un indicateur du degré de fluidité des titres et l'amplitude de leur transformation en monnaie centrale. Ce taux est faible. Il est de l'ordre de 2%, avec la dominance de la rotation des actions bancaires qui s'explique par la distribution de banques d'actions gratuits à leur actionnaires, de l'accord de droits de souscriptions pour sauvegarder les intérêts des anciens associés, et de la politique de distribution des dividendes. La faiblesse de ce taux montre qu'il y a une faible probabilité de transactions de valeurs sur le marché permanent. Ce qui peut être un facteur de découragement des investisseurs pour la précaution contre le risque de non transformation de leurs titres en liquidités en cas de nécessité.

Deux séances de cotation se font à la B.V.M.T., l'une au début de la semaine (mardi) et l'autre à la fin de la semaine (vendredi). Les cours pendant ces séances ne peuvent pas varier à la hausse ou à la baisse de plus de 5% afin de valoriser équitablement les titres des sociétés cotées qui devront avoir l'homologation de la B.V.M.T. pour les transactions de leurs valeurs mobilières. Pour



le marché occasionnel, les cours peuvent varier librement et les sociétés non cotées ne sont pas obligées à fournir leur états financiers à la bourse.

Le marché permanent est domine par le secteur bancaire qui a enregistré une part de 87.16% en 1986, suivi de loin de l'industrie chimique et les autres secteurs qui voient leur part fluctuer d'une année à l'autre.

Tableau des valeurs les plus actives sur le mar. permanent 1987

| Designation       | Capitaux  | %     | titres<br>traites | %     | Nombre de<br>transaction |
|-------------------|-----------|-------|-------------------|-------|--------------------------|
| S.T.B             | 1 332 659 | 24.41 | 155 414           | 32.41 | 123                      |
| UBCJ              | 817 566   | 16.20 | 72 017            | 15.02 | 53                       |
| B.TSIE. regroupes | 623 384   | 12.35 | 34 534            | 7.20  | 74                       |
| BIAT              | 463 860   | 9.19  | 38 351            | 7.99  | 40                       |
| BNT               | 417 901   | 8.28  | 28 468            | 6.65  | 37                       |
| Total             | 3 655 370 | 72.43 | 328 785           | 68.58 | 322                      |

Source: B.V.M.Funis

Le tableau ci-dessus confirme encore la dominance des banques sur le marché permanent, où les 6 premières valeurs actives appartiennent à des banques qui ont réalisé 563 transactions sur 687 en 1987.

Le marché occasionnel, lieu de négociation de titres non inscrits à la B.V.M.T enregistre des variations irrégulières d'une année à l'autre avec une dominance du marché boursier. Ceci est dû

a) aux restrictions imposées pour être coté en bourse, ce qui incite les entreprises à ne pas s'inscrire et ne recourir au marché financier qu'en cas de besoin.

b) aux montants très élevés qu'enregistre les transactions et les transferts de parts de titres entre actionnaires d'une même société. Par exemple en 1982, 5 transactions ont représenté 35% du volume total de transactions.

Ce marché est dominé par les institutions financières, banques et assurances qui ont enregistré une part de titres traités se rapprochant de 18% en 1987 avec une part des assurances de 11,93% du total des transactions, les industries agroalimentaires avec 12,50%, le secteur touristique avec 11,72% et les industries mécaniques et électriques avec 7,92%.

Le marché occasionnel est trop diversifié, flexible et permet une certaine autonomie des entreprises envers la bourse. C'est pour ça que la majorité des transactions boursières se déroulent sur le marché occasionnel.

En somme, le marché boursier Tunisien est peu développé. Il souffre d'un volume de transactions faibles, d'un taux de rotation décourageant, d'une suprématie du marché occasionnel sur le marché permanent, d'une dominance des banques et de l'Etat, et de l'exécuté des alternatives qui s'offrent sur les titres traités.

Evolution du volume de transactions sur le  
marché secondaire des actions et obligations

| Designation        | Annee       | 1971 | 1972   | 1973  | 1974   | 1975   | 1976   | 1977   |
|--------------------|-------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Marché permanent   |             | 992  | 1252   | 1184  | 1005   | 1583   | 3181   | 4897   |
|                    | Evolution % | ---  | 26,21  | -5,43 | -15,12 | 57,81  | 101    | 53,63  |
| Marché occasionnel |             | 1920 | 2073   | 4093  | 9320   | 5636   | 10 521 | 6621   |
|                    | Evolution   | ---  | 7,97   | 97,44 | 1284   | -39,53 | 86,67  | -37,09 |
| Total              |             | 2912 | 3325   | 5277  | 10 325 | 7219   | 13 702 | 11 508 |
| Evolution          |             | ---  | 14,184 | 58,74 | 95,664 | -30,08 | 89,84  | -16    |

Source: B. V. M. Tunis

Evolution du volume de transactions sur le  
marche secondaire des actions et obligations

| Designation                      | 1978   | 1979    | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985    | 1986    | 1987   |
|----------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| Marche permanent                 | 3410   | 3869    | 3118   | 5892   | 5386   | 6222   | 20 693 | 8254    | 5162    | 5047   |
| Evolution %                      | -30,22 | 13,46   | -19,47 | 88,97  | -8,59  | 15,52  | 233    | -60,11  | -37,46  | -83,7  |
| Marche occasionnel<br>secondaire | 10 447 | 8194    | 17 690 | 13 884 | 17 719 | 17 533 | 13 316 | 18 345  | 13 815  | 24 342 |
| Evolution                        | 57,79  | -21,57  | 116    | -21,46 | 27,53  | -1,05  | -24,05 | 37,77   | -24,69  | 76,19  |
| Total                            | 13 857 | 12 063  | 20 808 | 19 786 | 23 105 | 23 755 | 34 009 | 26 599  | 18 977  | 29 389 |
| Evolution                        | 20,42% | -12,94% | 72,4%  | -4,91% | 16,77% | 2,81%  | 43,16% | -21,78% | -28,65% | 54,86% |

Source: B. V. M. Tunis

Repartition des transactions selon la nature juridique  
des valeurs (en milliers de dinars)

| Designation               | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Valeurs a revenu fixe     | 232    | 63     | 93     | 151    | 174    | 220    |
| Part relative             | 1.1%   |        |        |        |        |        |
| Valeurs a revenu variable | 22 873 | 23 692 | 33 916 | 26 448 | 18 803 | 29 169 |
| Part relative             | 98.9%  | 99.7%  | 99.7%  |        |        |        |
| Total                     | 23 105 | 23 755 | 34 009 | 26 599 | 18 977 | 29 389 |

Source: B.V.M. Tunis

Statistiques sectorielles des valeurs a revenu variable  
sur le marche permanent en milliers de dinars

| Designation           | Annee  |      | 1982   |      | 1983  |        | 1984  |      | 1985 |      | 1986 |  |
|-----------------------|--------|------|--------|------|-------|--------|-------|------|------|------|------|--|
|                       |        |      |        |      |       |        |       |      |      |      |      |  |
| Banques               | 73.37% | 3839 | 89.97  | 4905 | 14.41 | 2956   | 79.67 | 6206 | 87.5 | 4186 |      |  |
| Assurances            | 0.79   | 74   | 19.376 | 74   | 0.27  | 56     |       | 20   | 0.52 | 25   |      |  |
| Ind. Agr. Alimentaire | 3.58   | 185  | 3.47   | 189  | 0.60  | 123    | 4.59  | 358  | 3.56 | 190  |      |  |
| Tourisme. therm. hot. | 1.24   | 64   | 0.58   | 34   | 0.21  | 44     | 1.41  | 110  | 5.93 | 285  |      |  |
| Batiments et to P.    | 0.29   | 15   |        |      | 5.43  | 1114   | 0.05  | 4    |      |      |      |  |
| Textiles. hab et cuir |        |      | 3.23   | 176  | 0.12  | 24     | 1.76  | 137  | 0.37 | 35   |      |  |
| Ind. Mec & electrique | 17.61  | 909  |        |      | 4.41  | 904    | 1.36  | 106  | 0.53 | 16   |      |  |
| Ind. extractives      |        |      | 3      | 0.06 |       |        | 0.32  | 25   | 0.1  | 9    |      |  |
| Energie               | 0.02   | 1    | 1.01   | 55   | 0.07  | 14     | 0.17  | 13   | 0.02 | 1    |      |  |
| Chimie. caoutchouc    | 0.60   | 31   | 0.08   | 5    | 74.04 | 15 194 | 1.54  | 120  | 0.77 | 37   |      |  |
| Transport             | 0.77   | 40   |        |      | 0.01  | 3      | 0.06  | 5    | 0.12 | 6    |      |  |
| Divers                | 0.71   | 36   |        |      | 0.42  | 87     | 0.55  | 43   | 0.22 | 10   |      |  |
| Bois et ameublement   | 0.02   | 1    | 0.25   | 11   |       | 1      | 8.25  | 643  | 0.02 | 1    |      |  |
| Total                 |        | 5162 |        | 5452 |       | 20 520 |       | 7793 |      | 4803 |      |  |

Source: B.V.M.T.

Taux de rotation par secteur sur le marche permanent  
de la B.V.M.Tunis en 1987

| Secteurs                 | Nb de titres admis (1) | Nb de titres traites(2) | Taux de rotation (2)/(1) X 100 | Capitaux  | Nombres de transactions |
|--------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------------|-----------|-------------------------|
| Banques                  | 23 400 000             | 420 581                 | 1.79                           | 4 257 406 | 563                     |
| Assurances               | 950 000                | 2463                    | 0.27                           | 26 864    | 12                      |
| Ind. agr. et alimentaire | 2 277 000              | 40 414                  | 1.77                           | 371 533   | 22                      |
| Tourisme. therm. hot.    | 167 000                | 15 737                  | 9.42                           | 200 045   | 8                       |
| Batiment et t. public    | 623 000                | 4015                    | 0.64                           | 15 988    | 10                      |
| Bois et ameublement      | 216 150                | 508                     | 0.23                           | 985       | 5                       |
| Habillement et cuir      | 45 000                 |                         |                                |           |                         |
| Ind. mec. et electrique  | 1 722 750              | 4350                    | 0.35                           | 24 776    | 10                      |
| Ind. extractive          | 26 156 700             | 6006                    | 0.022                          | 105 770   | 8                       |
| Transport                | 4 986 324              | 2412                    | 0.04                           | 10 310    | 3                       |

Source: B.V.M.Tunis

### Section 3: L'épargne valeur et les intermédiaires.

#### II.3.1: Le degré d'accès de l'épargnant Tunisien à la B.V.M.T.

L'épargne en Tunisie enregistre une croissance marginale causée par l'accroissement de la consommation et la diminution du pouvoir d'achat du Tunisien.

La part de l'épargne dans le produit intérieur brut était d'environ 21,9% en 1982, et s'est effondrée à 17,32% en 1988. Cette détérioration est marquée au sein du secteur administratif composé du gouvernement central, des collectivités locales, du système de sécurité sociale et des fonds spéciaux qui comptabilisent près de 40% de l'épargne nationale.

Les entreprises retracent une tendance à la hausse de leur surplus, surtout en 1987 où leur part de l'épargne dans le P.I.B. est passée à 4,5% contre 0,5% en 1986. Ceci est dû à la conjoncture favorable qu'ont connue ces entreprises et aux marchés qu'elle ont accaparé à l'intérieur et à l'extérieur du pays.

Quant à l'épargne des ménages, elle a vu sa part dans le P.I.B. passer de 6,7% en 1982 à 8,12% en 1988



enregistrant une part relative qui a atteint 44% en 1987. Cet accroissement est le résultat des politiques de libéralisation des taux d'intérêt, et d'encouragement du ménage à détenir des dépôts auprès des institutions financières.

Repartition de l'epargne et de l'investissement  
par agent en M. Dinars en Tunisie

| Agents                                      | Annee | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   |
|---|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Total de l'economie</b>                  |       |        |        |        |        |        |        |
| (1) Investissement                          |       | 1635.0 | 1750   | 1920   | 1675   | 1670   | 1880   |
| (2) Epargne                                 |       | 1061   | 1151   | 1315   | 1089   | 1450   | 1502   |
| (1) - (2)                                   |       | 574    | 599    | 605    | 586    | 220    | 378    |
| <b>Administration</b>                       |       |        |        |        |        |        |        |
| (3) Investissement                          |       | 245.5  | 329.1  | 379.0  | 356.0  | 323.0  | 372.0  |
| (4) Epargne                                 |       | 384.0  | 404.6  | 561.2  | 518.9  | 445.4  | 474.7  |
| (3) - (4)                                   |       | -138.5 | -75.5  | -182.2 | -162.9 | -122.4 | -102.7 |
| <b>Menages et entreprises individuelles</b> |       |        |        |        |        |        |        |
| (5) Investissement                          |       | 242.0  | 304.7  | 352.0  | 360.0  | 381.0  | 416.0  |
| (6) Epargne                                 |       | 455.0  | 568.0  | 518.0  | 528.0  | 645.0  | 551.0  |
| (5) - (6)                                   |       | -213   | -263.3 | -166   | -168   | -264   | -135   |
| <b>Entreprises</b>                          |       |        |        |        |        |        |        |
| (7) Investissement                          |       | 1147.5 | 1136.2 | 1119   | 959    | 966    | 1992   |
| (8) Epargne                                 |       | 222.0  | 178.4  | 264.8  | 42.1   | 359.6  | 476.3  |
| (7) - (8)                                   |       | 925.5  | 957.8  | 854.2  | 916.9  | 606.4  | 1515.7 |

Source: Ministere du plan.

L'investissement et l'Épargne  
en pourcentage du P.I.B.

| Agent                      | Année | 1982  | 1983  | 1984 | 1985  | 1986  | 1987  | 1988  |
|----------------------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Total de l'économie</b> |       |       |       |      |       |       |       |       |
| I/Y                        |       | 31.9% | 29.7% | 30.7 | 26.7  | 23.83 | 21.0  | 21.6  |
| E/Y                        |       | 21.9  | 20.5  | 21.0 | 19.4  | 15.5  | 18.27 | 17.32 |
| <b>Administration</b>      |       |       |       |      |       |       |       |       |
| I/y                        |       | 5.3   | 5.4   | 5.2  | 5.48  | 5.50  | 4.0   | 4.2   |
| E/y                        |       | 9.3   | 9.0   | 7.6  | 8.1   | 7.38  | 5.6   | 5.4   |
| <b>Ménages</b>             |       |       |       |      |       |       |       |       |
| I/Y                        |       | 4.2   | 4.3   | 5.49 | 5.0   | 5.12  | 4.8   | 4.79  |
| E/Y                        |       | 6.7   | 7.2   | 8.3  | 7.4   | 7.5   | 8.12  | 6.35  |
| <b>Entreprises</b>         |       |       |       |      |       |       |       |       |
| I/Y                        |       | 22.4  | 20.0  | 20.0 | 16.19 | 13.65 | 12.1  | 22.9  |
| E/Y                        |       | 5.9   | 4.3   | 5.0  | 3.8   | 0.5   | 4.5   | 5.49  |

Source: Ministère du plan.

Mais qu'elle est la structure de l'épargne, comment elle est répartit et est ce que le tunisien est habitué à investir son argent en bourse?

**Structure de l'épargne en 1987  
en milliers de dinars**

|   |                  |               |
|---|------------------|---------------|
| <b>Epargne auprès des<br/>banques de dépôts</b> | <b>863 843</b>   | <b>69.7%</b>  |
| <b>Epargne auprès C.N.E.L.</b>                  | <b>178 746</b>   | <b>14.43%</b> |
| <b>Epargne auprès C.E.N.T.</b>                  | <b>196 712</b>   | <b>15.87%</b> |
| <b>Total</b>                                    | <b>1 239 305</b> | <b>100%</b>   |

**Source: Statistiques financières B.C.T.**

La plus grande partie de l'épargne est placée auprès des banques de dépôts. Les ménages en détiennent près de 34,8% des dépôts à vue alors que le reste est à la possession des entreprises. Les banques sont tenues de déplacer 20% de leur dépôts à vue et à termes sous forme de bons d'équipement qui rapprochent 65% du total des émissions, d'autre part les compagnies d'assurance placent 50% de leurs réserves techniques en bons d'équipement.

L'obligation d'achat de ces bons, de même que la dominance de ces institutions financières, ne fait que transférer l'épargne des ménages d'une institution à une autre, alors qu'il existait un potentiel de placement détenu par l'agent ménage.

Nous avons posé trois questions auprès d'un échantillon de 40 personnes, composé 10 candidats ayant

leur Baccalauréat dont 5 licenciés, 10 autres venant des régions rurales, 10 fonctionnaires et 10 ayant une profession libérale. Ces questions sont les suivantes:

- 1) Connaissez-vous la bourse?
- 2) Si oui. Investissez-vous en bourse?
- 3) Pourquoi?

8/10 des étudiants en connaissent dont 3 en savent le fonctionnement vu leur formation académique. Deux seulement en investissent, l'un par curiosité a voulu savoir d'avantage, et l'autre sous l'influence de ses parents qui travaillent dans des institutions financières. 1/10 des ruraux, a entendu parler de la bourse, à cause de la détention d'un titre d'emprunt d'Etat qu'il a acheté en 1977 lors d'une transaction dans une banque, et qu'il détient encore sans savoir l'utilité exacte, sauf que son argent n'est pas perdu, d'après l'explication de l'agent qui lui a vendu le titre.

8/10 des fonctionnaires, surtout les cadres supérieurs, au nombre de quatre dans notre échantillon, en savent d'avantage. Quatre investissent, dont deux pour le but d'être actionnaires et devenir propriétaires d'une part d'une société, qui par leur investissement, aideront l'entreprise à se financer et garantir une rentabilité qui renchérissera leur situation financière. L'un aimerait surtout acheter des obligations, à cause de son caractère de riscophobe et sa peur de perdre son argent lors de l'achat d'une action. Et le dernier investit en bourse

pour le motif de spéculation. Il a critiqué la marge de variation de titres lors d'une séance, et qui ne peut dépasser les 5%.

Pour ceux qui connaissent la bourse et n'investissent pas. Leur réponse était principalement axée sur le côté pécuniaire, soit leur traitement qui leur suffit à se subsister, essayer d'avoir une petite maison et un moyen de locomotion.

Pour le cas de la catégorie de ménages ayant une profession libérale (4 avocats, 3 médecins, 2 entrepreneurs, 1 épicier) 6/10 en connaissent la bourse mais n'ont pas suffisamment de temps pour suivre l'évolution du marché. Ils ont répondu (synthèse) qu'il ne connaissent pas très bien le marché boursier pour choisir le bon titre et le moment opportun d'acheter ou de vendre. La bourse pour eux nécessite un suivi continu de l'investissement après la collecte de l'information, son analyse, l'étude de l'industrie et les sociétés performantes dans cette industrie, le choix du titre et du moment de la transaction. Ceci est lourd pour eux et nécessite des agents professionnelles qui peuvent s'occuper de ces tâches et leur permettent de gagner du temps et de l'argent. 3/10 ont répondu que leurs affaires et leurs occupations ne leur permettent pas de

s'intéresser à de telle institution. L'épicier n'a pas entendu parler de la bourse.

Malgré que l'échantillon n'est pas représentatif surtout du côté du nombre limité, à cause des contraintes du temps, des moyens, et des réactions diverses des cibles visées lors du bref questionnaire que nous avons établi parfois sans que la personne visée ne se rende compte, tout en essayant de synthétiser les réponses. Ces trois questions nous ont éclairci un peu le comportement du tunisien et nous ont aidé à avoir les motifs d'investissement en bourse.

Le tunisien, comme dans la majorité des P.V.D. n'est pas encore habitué à de telle institution, temple du capitalisme des pays à économie du marché. Seuls les intellectuels et surtout ceux qui ont une formation académique dans le domaine en savent d'avantage. Le citoyen moyen, même s'il connaît l'institution, il néglige son fonctionnement et la façon par laquelle il peut y accéder. Celui qui venait d'une région rurale ou habitait les zones défavorisées de Tunis n'entend parfois jamais parler d'une bourse. Son but ultime est de travailler et faire survivre sa famille qui ne pourrait dégager un excédent investissable.

Les ruraux, même s'ils possédaient de l'argent, ils ne pensent jamais investir ailleurs que la terre ou le cheptel.

Le dualisme existant au pays, fait qu'il y a des gens mal informés vu la centralisation de l'information aux métropoles et l'installation des intermédiaires à la capitale.

Le comportement de l'épargnant dans les pays en voie de développement est régi par des habitudes sociales et familiales. Le citoyen tunisien aspire à bâtir une maison et avoir un moyen de locomotion. Ses actions se limitent principalement en épargne logement auprès de la C.N.E.L. (Banque de l'habitat) qui a marqué l'augmentation de sa part dans l'épargne nationale, et a permis de réduire l'épargne informelle constituée d'encaisse oisive, d'épargne cheptel ou d'or.

Le tunisien ne connaît pas très bien la bourse. Il a peur d'investir vu son ignorance du domaine. Il a besoin de sociétés ou d'agents permettant une gestion professionnelle des placements pour qu'il aura confiance, et mettra une part de son surplus.

L'investissement en bourse est de longue échéance, or à court terme des mouvements aléatoires peuvent arriver et perturber son choix. Il peut s'induire en erreur en cas



où il existe des réactions psychologiques néfastes envers le marché. Des organismes spécialisés dans le domaine, peuvent contenir le comportement du tunisien, diversifier son portefeuille et essayer de diminuer son risque. De telles sociétés n'existaient pas encore en Tunisie et leur émergence aidera les ménages à se familiariser d'avantage par un tel nouveau marché.

Les comptes spéciaux d'épargne ayant pour cible l'épargne populaire, puisque la somme d'argent qu'un individu peut détenir auprès de la Caisse d'épargne Nationale de Tunisie (C.E.N.T.) est entre 1d et 5000d. Ces comptes enregistrent un succès et leur part dans le total de l'épargne ne cesse d'augmenter, à cause de leur caractère populaire et le comportement de précaution que le tunisien veut avoir pour se prémunir contre les aléas futurs.

Un bon plan financier nécessite

1) de la liquidité en banque pour faire face aux transactions courantes.

2) une assurance-vie pour la protection future.

3) et un investissement à long terme.

Le tunisien n'est pas encore arrivé à la 3e étape de son plan financier. La majorité possèdent un revenu relativement moyen qu'il leur suffit d'atteindre les deux premières étapes, et même s'ils peuvent dégager un

excédent, leur investissement est oisif, bloqué dans des villas et du capital fixe improductif.

Le ménage a un caractère de risco-phobe. Il n'aime pas perdre son argent, or l'investissement en bourse et un acte spéculatif qui fait fuir certaines potentialités. Le tunisien n'a pas encore l'esprit de spéculation. Il détient son argent soit pour des motifs de transactions ou de précaution.

Le patrimoine religieux et les traditions, font en sorte que certains fuient les intérêts et thésaurisent leur argent. Le manque d'information sur les titres de participation fait qu'il y a de l'argent mal utilisé et que les croyants peuvent l'investir légalement en bourse, au lieu de la laisser oisive.

Ainsi, le manque d'information, les habitudes du citoyen, et son pouvoir d'achat limité, font en sorte qu'il ne s'intéresse pas à diversifier son portefeuille et se limitera à l'épargne traditionnelle.

La décentralisation de l'information sur la bourse, l'atteinte des ruraux qui possédaient de l'argent oisive, l'amélioration du pouvoir d'achat du tunisien moyen, l'essaie de cibler les gens relativement aisés et principalement les hommes d'affaires, peuvent aider à

attirer la clientèle à la bourse des valeurs mobilières de Tunis.

### II.3.2. Les agents de change ou les intermédiaires.

Pour l'assurance de l'intermédiation des agents à capacités de financement et ceux à besoin de financement l'art. 12 de la loi de création mentionne que "les agents de change ont le monopole sur toutes les transactions sur les valeurs mobilières effectuées sur l'ensemble du territoire de la république" de même ces agents de change ou intermédiaires d'après l'art 17 de la loi no 89-49 du 8 mars 1989, sont principalement des banques malgré que la loi autorise les personnes physiques à faire l'intermédiation. Elles sont au nombre de 16 dont 10 banques de dépôts, 4 banques de développement et 2 sociétés de gestion de portefeuilles, L'union financière (U.F.I.) affiliée de l'union Internationale de banque et la société financière de Gestion (SO.FI.GES.) faisant partie de la Société Tunisienne de Banque (S.T.B.).

La répartition des transactions par agent est relativement stable elle enregistre la suprématie des banques d'investissement (B.D.E.T., B.T.K.D., B.N.D.T.) et de quelques banques commerciales (S.T.B., B.I.A.T.) (Voir tableaux: évolution annuelle de transaction par agent de

change, et volume de transactions par agent de change et par marché).

Ces banques intermédiaires ont pour activité principale le drainage des potentialités d'épargne existantes, soit dans leur propre coffre pour les prêter à des investisseurs moyennant un taux d'intérêt, soit jouer l'interaction entre les intervenants en bourse moyennant une commission indirecte perçue à travers la taxe sur les transactions boursières (T.T.B.: 0,8%) dont 0,4% pour la banque. Il existe une contradiction interne inhérente à la fonction du banquier et son rôle d'exécution des ordres d'achat et de vente des titres de créance ou de participation se négociant à la bourse. Il est plus rentable au banquier de prêter ses fonds à d'autres agents économiques que de jouer le rôle d'une maison de courtage. Dans le cas du courtier, le banquier essaye de monopoliser les transactions pour son propre compte et ne fait que déplacer l'épargne d'une institution à une autre alors qu'il pourrait exister un potentiel en surplus et qui n'a pas été directement attiré à la bourse. La dominance des banques crée un oligopole sur le marché boursier et empêche les transactions directes d'autres clients qui ne seront attirés que par les dépôts auprès des banques. A cela s'ajoute la centralisation de ces agents à la capitale. Les succursales existantes à l'intérieur du pays ne peuvent pas prendre l'ordre des clients pour une transaction boursière, ce qui décourage les épargnants

locaux à se déplacer vers la capitale pour transiger sur les valeurs mobilières, contreignant le dynamisme du marché financier, laissant un potentiel d'épargnants mal informés surtout dans les régions rurales, où existait des grands agriculteurs à revenu relativement élevé. De nouveaux investisseurs sont empêchés d'accéder à des placements de long terme.

Les personnes physiques représentants des personnes morales banques ont un traitement fixe et ne sont pas rémunérés à la commission. La seule commission perçue à travers la T.T.B. est au profit de la Banque. Ce type de rémunération peut être un facteur de désincitation des représentants des clients pour un meilleur placement, de même qu'une contrainte à l'accroissement du taux de rotation des titres.

L'obligation des banques et des assurances à détenir un certain montant en bons d'équipement ne fait qu'accaparer une grande partie du volume de transaction des agents de change et concurrence l'accès d'autres clients. La monopolisation de l'intermédiation par les banques est un facteur de stagnation et de démotivation des clients et de leurs représentants. Voyons maintenant les autres intervenants sur la bourse de Tunis et les différents titres traités.

**EVOLUTION DES TRANSACTIONS  
PAR AGENTS DE CHANGES  
-Capitaux en dinars-**

| Agents de Change | Réalisés          |                   | Ag. Ch/Vol. Gl. Trans |            | Variation         |              |
|------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|------------|-------------------|--------------|
|                  | 1987              | 1986              | 1987                  | 1986       | Absolute          | Relative     |
|                  |                   |                   |                       |            |                   |              |
| A.T.B            | 2 311 450         | 1 202 134         | 3,93                  | 3,17       | 1 109 316         | 9,22         |
| B.D.E.T          | 7 872 208         | 3 876 986         | 13,40                 | 10,22      | 3 995 222         | 103          |
| B.F.T            | 37 862            | 152 934           | 0,06                  | 0,40       | - 115 072         | - 75,24      |
| B.I.A.T          | 8 202 719         | 6 384 328         | 13,95                 | 16,82      | 1 818 391         | 28,48        |
| B.N.D.T          | 3 505 573         | 2 458 218         | 5,96                  | 6,48       | 1 047 355         | 42,60        |
| B.N.T            | 2 376 586         | 2 897 472         | 4,04                  | 7,63       | - 520 886         | - 17,97      |
| B.S              | 1 895 049         | 898 927           | 3,22                  | 2,37       | 996 122           | 110,8        |
| B.T              | 4 733 881         | 2 981 551         | 8,05                  | 7,86       | 1 752 330         | 58,77        |
| B.T.K.D          | 3 974 431         | 2 663 100         | 6,76                  | 7,02       | 1 311 331         | 49,24        |
| B.T.Q.I          |                   |                   |                       |            |                   |              |
| C.F.C.T          | 1 479 518         | 2 466 400         | 2,51                  | 6,50       | - 986 882         | 40,01        |
| S.O.F.G.E.S      | 1 077 974         | 1 335 720         | 1,85                  | 3,52       | - 257 746         | - 19,30      |
| S.T.B            | 10 327 075        | 4 212 046         | 17,56                 | 11,10      | 6 115 029         | 145,17       |
| STUSID           | 3 723 259         | 40 854            | 6,33                  | 0,11       | 3 682 405         | 9013,57      |
| U.B.C.I          | 4 039 845         | 4 236 425         | 6,88                  | 11,16      | - 196 580         | - 4,64       |
| U.F.I            | 469 189           | 460 164           | 0,80                  | 1,21       | 9 025             | 1,96         |
| U.I.B            | 2 752 621         | 1 685 255         | 4,70                  | 4,44       | 1 067 366         | 63,33        |
| <b>TOTAL</b>     | <b>58 779 240</b> | <b>37 952 514</b> | <b>100</b>            | <b>100</b> | <b>20 826 726</b> | <b>54,87</b> |

VOLUME DES TRANSACTIONS  
PAR AGENT DE CHANGE ET PAR MARCHÉ  
ANNÉE 1987

| AGENT DE CHANGE | Marché permanent  |                | Marché occasionnel |                  |
|-----------------|-------------------|----------------|--------------------|------------------|
|                 | Capitaux (en D.)  | Titres Traités | Capitaux (en D.)   | Titres Traités   |
| ATB             | 127 790           | 14 211         | 2 183 660          | 167 821          |
| BNDT            | 11 886            | 2 680          | 3 493 687          | 91 748           |
| BNT             | 1 536 312         | 155 242        | 840 274            | 61 390           |
| UIB             | 170 783           | 19 025         | 2 581 838          | 106 775          |
| SOFIGES         | 667 952           | 104 328        | 410 022            | 68 295           |
| STB             | 2 300 957         | 247 475        | 8 026 118          | 266 660          |
| CFCT            | 41 967            | 5 497          | 1 437 551          | 168 674          |
| BT              | 1 675 018         | 97 054         | 3 058 863          | 284 071          |
| UBCI            | 1 740 523         | 160 494        | 2 299 322          | 237 987          |
| BIAT            | 1 015 209         | 88 410         | 7 187 510          | 391 344          |
| BDEET           | 380 336           | 39 757         | 7 491 872          | 281 631          |
| BS              | 332 086           | 54 330         | 1 562 963          | 55 383           |
| BTKD            | 56 346            | 4 120          | 3 918 085          | 160 731          |
| UFI             | 33 216            | 3 196          | 435 973            | 19 612           |
| BFT             | 4 333             | 443            | 33 529             | 571              |
| STUSID          | -                 | -              | 3 723 259          | 85 487           |
| BTQI            | -                 | -              | -                  | -                |
| <b>TOTAL</b>    | <b>10 094 714</b> | <b>996 262</b> | <b>48 684 526</b>  | <b>2 448 180</b> |

**Section 4: Les entreprises publiques, les sociétés cotées  
et les différents titres traités.**

**II.4.1 Les entreprises publiques et les sociétés cotées.**

La Bourse de Tunis est une bourse d'Etat. Cette dernière essaie d'atteindre ses objectifs par l'intermédiaire du marché financier. L'Etat est actionnaire dans 39 des 47 sociétés inscrites en cote permanente, et majoritaire dans 26 d'entre elles (possèdent une part du capital > 50%). Ces sociétés d'Etat jouissent du caractère d'entreprises publiques. La majorité de ces entreprises souffrent d'un déficit chronique que l'Etat essaie de le financer par ses recettes courantes et l'émission de nouveaux titres de créance pour leur formation de capital et leur exploitation courante, sous forme de subventions d'équipement, de participation en capital, de prêts et de subventions d'exploitation. **Pour 1988 en M.D.**

|  |        |
|--|--------|
| Les subventions d'équipement             | 216.1  |
| La participation au capital              | 71.1   |
| Les prêts                                | 130.3  |
| Les subventions d'exploitation           | 285    |
| Total                                    | 702.7  |
| Dépenses totales de l'Etat               | 3375.8 |
| % des dépenses aux entreprises publiques | 0.208  |

Source: Ministère du plan

Les entreprises publiques sont aussi utilisées par les pouvoirs publics pour essayer de résorber le chômage et maintenir une paix sociale. elles emploier



surnombre de travailleurs qui réalisent de rendements d'échelle décroissants suite à la disproportionalité des ressources et des utilisateurs. L'efficacité et la rentabilité de ces entreprises sont affectées. Le cours de leurs titres est diminué. Les investisseurs potentiels fuient ces actions non rentables et essayent de trouver un autre placement. La seule garantie que peut avoir les épargnants est le pouvoir de taxation du gouvernement pour le remboursement des obligations. Mais ceci induira un accroissement du taux de pression fiscale, et même d'emprunts d'Etat supplémentaires qui peuvent toucher l'équilibre de la balance de paiement.

Nous constatons l'absence des monopoles naturels à la cote permanente tel que la société d'électricité et de gaz (S.T.E.G.), la Société nationale de l'eau et de la distribution de l'eau (SONEDE). Ces sociétés possèdent un rendement permanent relativement élevé et leurs actions peuvent être classées de premier ordre, elles peuvent attirer d'avantage d'épargnants en valeurs mobilières vu leur notoriété par le public. Leur existence sur le marché boursier tunisien peut être un stimulus à l'épargne valeur et à la familiarisation des tunisiens à la bourse suite à l'achat d'actions de premier ordre relativement garanties.

Le nombre de sociétés anonymes cotées à la bourse est faible. Le choix de l'investisseur est limité. Les associés ne sont responsables qu'à concurrence de leur apport, mais leur comportement au sein de ces sociétés de capitaux est spécifique aux sociétés de personnes fermées. Les sociétés anonymes en Tunisie sont pour une grande partie des sociétés familiales ou un groupe d'amis intimes qui veulent travailler en vase clos et ne pas laisser d'autres participer avec eux. Ils limitent l'accès à de nouvelles ressources financières et contraignent l'expansion de l'entreprise surtout s'ils ont acquis le quota minimum nécessaire à la constitution d'une société anonyme, soit 7 personnes avec un capital de 35d.

Ce comportement limite le nombre de sociétés cotées et même si elles sont inscrites, ne font qu'aider à la stagnation de la Bourse par la monopolisation des titres et l'enclos des associés.

Le législateur tunisien a créé la société à responsabilité limitée (S.A.R.L.), une société hybride où les associés ne sont responsables qu'à concurrence de leur apport et aucun associé ne peut vendre ses parts sans l'approbation des autres. Le comportement des sociétés anonymes en Tunisie est un comportement d'une S.A.R.L. Une sensibilisation à la société anonyme et aux avantages qu'elle apporte avec un éclaircissement pour le choix

adéquat de la structure juridique appropriée aux objectifs des associés, aidera à sélectionner de pures sociétés anonymes ouvertes jouant le catalyseur du marché financier.

Mais est-ce que l'investisseur en bourse a le choix entre différents titres?

#### II.4.2 Les Titres traités

Les titres traités sur le marché financier Tunisien se limitent à 3 sortes:

- 1) Les actions ordinaires émises par les sociétés
- 2) Les obligations émises par l'Etat et matérialisées par les bons d'équipement
- 3) Les emprunts obligataires garantis par l'Etat.

Ces différentes sortes de valeurs mobilières contraignent l'épargnant en valeur et limitent son choix, surtout que l'Etat oblige les banques et les compagnies d'assurance à détenir certaines parts de bons d'équipement. Ce qui restreint encore le choix des autres agents économiques et les oblige à transiger principalement sur 2 catégories.

L'introduction de nouveaux titres à la bourse de Tunis aiderait à son activation. La cotation de monopoles

naturelles favorisera les actions de premier ordre. Le souci de l'investisseur pour son gain futur peut être diminué par l'introduction d'actions privilégiées garantissant un taux de dividendes fixe en cas de réalisation de profit par l'entreprise, leur permettant d'avoir la priorité sur les actions ordinaires en cas de distribution de dividendes ou de liquidation.

L'émission d'actions de deux catégories: la catégorie B à droit de vote et la catégorie A sans droit de vote avec l'accord d'autres privilèges tel que le droit à des dividendes en actions, pourrait pallier à la faiblesse de rotation des titres causée par la fermeture des sociétés sur elles-mêmes.

L'introduction d'obligations à des taux d'intérêt indexés, aidera à surmonter l'inflation rampante et diminuera l'effet de dévaluation qui s'impose aux P.V.D. Les débentures garanties par le bon nom et la capacité de gain de la société émettrice, aidera les épargnants à investir en des sociétés relativement sûres d'elles-mêmes lors de la vente de ces titres de créance, qui pourront jouer le rôle d'un contrôleur des sociétés, pour accéder à un maximum de ressources financières.

La diversification des titres en plusieurs catégories et pour différentes sociétés, permet à l'épargnant de minimiser son risque et contenir les fluctuations du

marché. C'est ainsi qu'il est nécessaire d'introduire de nouvelles catégories de titres pour augmenter le portefeuille des agents économiques et diminuer leur risque.

Après les contraintes internes que nous avons dégagé. Essayons de synthétiser les facteurs qui peuvent affecter le flux des capitaux étrangers à la bourse de Tunis.

### Section 5: L'investissement étranger à la Bourse de Tunis.

L'attraction de capitaux étrangers pour combler l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement pourrait être réalisée en partie, par l'accès des non résidents au marché boursier.

Les investisseurs étrangers anticipent deux rendements. Un rendement réalisé à travers le différentiel du taux d'intérêt étranger et local; et un rendement réalisé suite à une appréciation de la monnaie nationale.

Une augmentation du taux d'intérêt intérieur par rapport au taux extérieur accroît le flux de capitaux pour un placement plus rentable. Une diminution du taux de change, permet aux investisseurs étrangers de profiter

d'une monnaie locale appréciée, leur offrant la possibilité d'une spéculation sur les devises étrangères. Tout ceci, en supposant l'absence de risques politiques, de restrictions aux mouvements de capitaux et la possibilité de convertir la monnaie du pays. La Tunisie offre la possibilité de conversion aux non résidents.

Cushman David C. (1985), a essayé d'analyser l'effet du risque de change et les anticipations du taux de change réel sur l'investissement direct. Selon Cushman, le risque de change peut avoir un effet positif sur l'investissement direct dans deux situations:

1. Le cas d'une production subventionnée de l'extérieur.
2. Le cas de l'investissement direct pour l'exportation.

Notons qu'ici nous n'allons pas tenir compte des risques de change. Lors de recherches futures il serait important de tenir compte de cette effet.

Felip G. Morande (1988) a essayé de voir la liaison entre le flux de capitaux et l'appréciation du taux de change pour le cas du Chili. Il a estimé le flux de capitaux (C.I.) en fonction du taux de change réel, du taux d'intérêt d'arbitrage et des termes de l'échange pour tenir compte des échanges commerciaux.

Nous avons pris la même fonction, et nous avons essayé de tester l'influence des facteurs sus-mentionnés sur la valeur des transactions effectués par les non-résidents à la Bourse de Tunis; soit les facteurs qui influencent les investisseurs étrangers à transiger sur le parquet de Tunis.

La valeur des transactions effectuées par les non-résidents: (FE); est fonction du taux de change réel: (TC); du différentiel des taux d'intérêt (TI), et des termes de l'échange (TE).

$$FE = FE(TC, TI, TE) \quad (10)$$

$$\text{ou } \frac{\partial FE}{\partial TC} < 0 ; \frac{\partial FE}{\partial TI} < 0 ; \frac{\partial FE}{\partial TE} > 0$$

$$FE = b_0 + b_1TC + b_2TI + b_3TE \quad (11)$$

avec  $b_i$ : La variation de l'investissement des non résidents suite à l'augmentation de l'une des variables explicatives d'une unité.

Nous avons essayé de tester cette fonction pour le cas de la Tunisie pendant la période 1974-1987 (données annuelles)

\* Pour éliminer l'effet d'inflation nous avons converti les valeurs étrangères transigées en \$ U.S., dans

la mesure où nous supposons que le \$ U.S. est relativement stable.

\* Le taux de change réel =

$$\frac{\text{taux de change nominal} * \text{indice de prix à la production E.U}}{\text{indice de prix à la consommation en Tunisie}}$$

\* Le différentiel du taux d'intérêt:

$$i^* - i = \text{London interbank offered rate (Libor)} - \text{taux d'escompte.}$$

Nous avons choisi le taux d'escompte, vu la diversité des taux prêteurs en Tunisie, et l'influence du taux de la Banque Centrale, utilisé comme instrument de politique monétaire.

$$\text{* Termes de l'échange} = \frac{\text{Indice de prix à l'exportation}}{\text{Indice de prix à l'importation}}$$

Pour les statistiques relatives à cette dernière variable. Il existait 2 séries: la première de 1974-1981 dont l'année de base était en 1970, et la deuxième de 1981-1987 dont l'année de base était en 1981. Pour avoir une série homogène sur la base 1981. Nous avons multiplié le TE de 1981 (base 100 en 1970) par un coefficient  $x$  telque

$$TE_{1981} * x = 100$$

$$\text{soit } 209.6 * x = 100; x = 0.477$$

Puis nous avons multiplié toute la série de 1974 à 1981 par  $x$ .



Le traitement empirique a donné les résultats suivants

$$FE = -2585.44 - 8797.14TC - 24138.4TI + 103.356TE$$

$$(1.520) \quad (-2.285) \quad (-2.880) \quad (2.707)$$

$$D.W. = 2.7179 \quad R^2 = 0.49$$

à un seuil de signification de 10% le t théorique est

$$t^* (10) = 1,372$$

Le test unilatéral sur tous les coefficients montre qu'ils sont tous significatifs.

On utilise la statistique de Durbin Watson

$$\frac{\sum_{t=2}^T (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^T \hat{e}_t^2}$$

pour le test d'autocorrelation des erreurs

$$H_0 : \rho = 0$$

$$\text{vs } H_1 : \rho \neq 0$$

$$du = 1,490 \quad dl = 0,547 \quad \text{pour } K' = K - 1 = 3$$

$$D.W. > du. \quad \text{On ne rejette pas } H_0$$

Donc, il n'existe pas d'autocorrelation.

Tableau 21

Données sur les facteurs de transactions des non résidents  
à la B.V.M.T.

| Années | Transactions effectuées par non résidents en milliers \$ américain | Taux de change réel | Différentiel des taux $i^* - i$ | Termes de l'échange base 100 (1981) |
|--------|--|---------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 1974   | 245,917  | 0,4335              | 0,0601                          | 81,4                                |
| 1975   | 477,683  | 0,4537              | 0,0199                          | 72,8                                |
| 1976   | 74,342   | 0,4584              | 0,0058                          | 68,8                                |
| 1977   | 23,964   | 0,4364              | 0,0250                          | 68,6                                |
| 1978   | 56,079   | 0,4363              | 0,0355                          | 70,4                                |
| 1979   | 1573,689   | 0,4482              | 0,0595                          | 86,5                                |
| 1980   | 390,074  | 0,4912              | 0,0769                          | 97,0                                |
| 1981   | 1412,985   | 0,6058              | 0,0950                          | 100,0                               |
| 1982   | 1,702  | 0,6509              | 0,0297                          | 99,5                                |
| 1983   | 1,036  | 0,7097              | 0,0318                          | 100,0                               |
| 1984   | 11,773   | 0,7979              | 0,0482                          | 101,6                               |
| 1985   | 2548,600   | 0,6432              | -0,0140                         | 94,7                                |
| 1986   | 735,506  | 0,6556              | -0,0230                         | 86,0                                |
| 1987   | 3004,126   | 0,5809              | -0,0239                         | 88,7                                |

Sources: Statistiques financières de  
la banque centrale de Tunisie  
Statistiques financières  
internationales. F.M.I.

Un accroissement du taux de change réel d'une unité diminue les investissements étrangers en valeurs mobilières de 8 797,14 millions de \$ U.S., suite à la dépréciation de la monnaie, et la diminution du gain en capital.

Avoir une monnaie convertible et à son niveau d'équilibre, renforce l'attrait du pays pour les investisseurs étrangers, et aiderait d'avantage au financement de l'économie par des apports extérieurs. Plus le taux de change diminue, plus la possibilité de financement étranger par l'intermédiaire de la bourse augmente.

Les investisseurs d'outre mer anticipent un rendement élevé sur le taux d'intérêt. Une diminution du différentiel entre le taux d'intérêt étranger et local d'une unité, accroît l'achat de titres de 24 138,4 millions de \$ U.S. Une augmentation du taux d'intérêt local concurrence les placements à l'étranger et favorise le financement des entreprises cotées à la bourse.

D'autre part, l'amélioration des termes de l'échange en faveur du pays, renforce l'économie, rend les exportations profitables et soutient la rentabilité des biens échangeables. La profitabilité s'accroît suite à l'augmentation des termes de l'échange. Les

investissements se renforcent, et une partie sera financée par l'étranger, principalement dans les secteurs à vocation exportatrice. Les exportations augmentent en valeur et la balance de paiement s'améliorera.

Un progrès des termes de l'échange d'une unité, accroît les investissements étrangers en bourse de 103,356 millions de \$ U.S.

Une politique de dévaluation, va à l'encontre de l'attrait des capitaux étrangers, à moins d'une amélioration plus que proportionnelle des termes de l'échange.

La Tunisie est un petit pays. Elle ne peut agir sur les prix mondiaux. Les termes de l'échange sont relativement faibles et n'enregistrent pas une progression remarquable, ce qui contraint l'attrait des capitaux étrangers.

La dévaluation de la monnaie locale, rend le pays plus compétitif à l'échelle mondiale. Les exportations augmentent mais les investissements étrangers diminuent. La dépréciation de la monnaie affecte les prix intérieurs, et enregistre une inflation qui décourage encore les investisseurs étrangers, dans un pays où les taux d'intérêt ne suivent pas l'évolution du niveau de vie.

Une dévaluation de la monnaie devrait être suivie d'une augmentation des taux d'intérêt, pour compenser l'effet de dépréciation, rendre les placements plus rentables par rapport au reste du monde, et favoriser la croissance des entreprises, cotées par un financement plus élargit. Ayant les moyens financiers, les sociétés peuvent accroître leurs investissements, embaucher d'avantage, et produire pour un marché plus large.

Donc la faiblesse de la monnaie locale, des taux d'intérêt relatifs, et des termes de l'échange, contraignent la mobilité des capitaux des non-résidents au parquet de la Bourse de Tunis.

Le dinar tunisien n'est pas une monnaie convertible. L'exception est accordée aux non résidents, et aux travailleurs nationaux à l'étranger, par l'ouverture de comptes en dinar convertible. Ceci décourage les investisseurs étrangers, parce qu'il y a un risque de décision législative unilatérale d'abolir ce privilège. La convertibilité du dinar par les résidents et les non-résidents, permet de rendre cette monnaie plus connue à l'échelle mondiale. Elle maximise les chances de combler le besoin de financement. L'élimination des restrictions qui touchent les nationaux, offrira la possibilité d'un

mouvement intensif des capitaux, qui aidera à diminuer les chocs conjoncturels.

L'investisseur étranger, cherche un placement sûr. Les risques politiques et les mouvements sociaux, affectent sa décision. Une conjoncture politicosociale favorable, attire les capitaux étrangers; mais une situation néfaste les décourage. L'investisseur essaye de diminuer le risque par la diversification dans plusieurs places financières. La part de capitaux attribuée aux pays à situation stable, sera plus importante que celle allouée aux pays à conjoncture perpétuelle.

Une stabilité politique, aidera à avoir la confiance au pays, et haussera le prix des valeurs cotées; encourageant le placement des non résidents dans les titres de participation et de créance.

Pour faire de la Tunisie une place financière internationale et Arabe, nous devons tenir compte du taux de change, du différentiel des taux d'intérêt, des termes de l'échange, de la convertibilité unanime du dinar, et de la conjoncture politicosociale du pays, pour diminuer le risque des agents qui veulent placer en des valeurs mobilières négociées à la Bourse de Tunis.

### Chapitre troisième: Stratégies

L'importance des marchés financiers et leur rôle dans la croissance économique a été démontré dans notre test empirique. Leur développement est un moyen d'amélioration du taux de croissance dans le pays. Nous avons essayé de détecter les facteurs qui limitent le plein fonctionnement de la bourse de Tunis. La possibilité de remédier à ces insuffisances pourra aider à l'attraction du maximum d'épargne locale et étrangère.

#### III.1. L'initiative privée et la formation de courtiers indépendants.

La dominance de l'Etat et des banques devrait diminuer graduellement. Pour la première; une possibilité de privatiser les entreprises publiques relativement en meilleure santé, par la vente de titres à d'autres agents économiques et principalement les salariés de ces sociétés, pourra donner une impulsion au marché boursier pour attirer les capacités financières existantes. Une fois ces entreprises privatisées, l'Etat essaiera d'augmenter la rentabilité des firmes restantes, pour pouvoir renchérir le cours de leurs titres et les laisser à l'initiative privée. La vente de parts aux salariés les

engage personnellement et accroît leur rendement. Les entreprises seront plus rentables et la production intérieure sera positivement affectée.

La suprématie des banques est due principalement à leur rôle d'intermédiaire à la bourse, et aux obligations faites par les pouvoirs publics à ces institutions. La formation de courtiers indépendants, rémunérés uniquement à la commission et n'ayant pas de salaire de base, stimule ces agents à chercher un maximum d'investisseurs à la bourse. Ils peuvent concurrencer l'épargne canalisée à travers le système bancaire; satisfieront la demande de l'Etat par leur engagement de garantir une part des titres émis, et attireront l'épargne des ménages directement à la bourse.

Le ménage est ignorant du marché financier. Une segmentation selon la catégorie socioprofessionnelle, permet de détecter une couche sociale relativement aisée, composée principalement des professionnels libéraux et des hauts cadres. La cible à atteindre par les courtiers sera axée sur les agents à revenus élevés. Une sensibilisation, et un éclaircissement sur les investissements en valeurs mobilières par l'utilisation des médias écrits et visuels, pourront mettre de nouveaux agents économiques au courant de cette relative nouvelle institution. Pour atteindre les ménages, il est important



de les informer. Les courtiers indépendants joueront efficacement le rôle d'émetteur d'informations, et de récepteur d'épargne valeur. La rémunération des intermédiaires à la commission, les incite à atteindre un maximum de clients. Ils essayent d'informer les différents investisseurs potentiels, et permettent d'attirer des fonds importants dont leur revenu en dépend. L'initiative de laisser les courtiers chercher leurs clients, pourra activer la Bourse de Tunis, et l'acheminer de surplus considérables.

### **III.2. Conditions de succès des sociétés d'investissement**

Le législateur Tunisien a eu l'initiative de l'institution d'une loi pour la création des sociétés d'investissement à capital fixe et celles à capital variable.

L'avantage des fonds mutuels par rapport aux S.I.C.A.F. est la possibilité d'émettre de nouvelles actions sur demande et de les racheter en tout temps; contrairement aux S.I.C.A.F. qui émettent un nombre déterminé d'action au moment de leur formation. L'investissement en titres de ces sociétés dépend des vendeurs d'actions S.I.C.A.F. Les fonds d'investissement sont plus souples et plus élargis. A titre d'exemple en

1983, en Amérique du Nord, l'actif des fonds mutuels était de 25 fois plus élevé que celui des S.I.C.A.F.

Le lancement de sociétés de placement en Tunisie, va aider énormément les ménages ignorants du rouage boursier, par une gestion professionnelle des placements, une diversification des titres pour la diminution des risques, une liquidité des actions en cas de besoin, un investissement automatique des dividendes qui favorisera l'avantage des intérêts composés, et un service à la clientèle.

Tous les avantages sus-mentionnés, ne peuvent être atteints que si les sociétés de placement attireront le maximum de clientèle. La distribution des actions d'un fond au public peut être réalisé soit par un organisme de vente directe, soit par des courtiers en valeurs mobilières ou par des experts en fonds mutuels.

La distribution des titres des fonds est subordonnée à l'existence d'au moins un de ces intermédiaires inexistants encore en Tunisie. La création de sociétés de vente directe, aideront les S.I.C.A.V. à canaliser d'énormes fonds et favoriseront l'activation de la bourse de Tunis.

Les sociétés d'investissement doivent avoir une cible élargie, composée aussi bien des riches que des agents à

revenu moyen ou peu élevé. Pour sa réalisation, l'introduction de programmes cumulatifs, permet aux salariés d'investir une somme fixe à des intervalles réguliers proportionnelles à leur traitement. Ce montant, même s'il peut affecter le pouvoir d'achat de l'investisseur à court terme, il lui permet de bénéficier de son investissement à long terme. Ce programme aidera à avoir des montants fixes capables de transiger sur les titres cotés à la bourse de Tunis, et financer les agents à besoin de financement par la mise en commun de petits placements de plusieurs particuliers.

Les objectifs des investisseurs varient considérablement. Des agents économiques cherchent le maximum de gain en capital, d'autres désirent la stabilité du prix de leurs capital, d'autres désirent la stabilité du prix de leurs placements, alors que d'autres essaient de combiner les deux.

Le lancement de fonds mutuels spécialisés, pourra satisfaire les objectifs des investisseurs et réaliser les plans de développement. Chaque investisseur choisit le fond conforme à ses objectifs.

Un fond équilibré combine la plus value du capital avec le revenu et la stabilité du prix, par le placement dans des titres de créance et de participation.

Un fond à revenu fixe, procure une stabilité de prix et un revenu régulier, par l'investissement dans divers titres de créance. Un fond de croissance, s'intéresse à la plus value du capital. Il a tendance à investir dans les actions ordinaires.

Un fond spécialisé, favorise l'atteinte des objectifs des plans de développement, par la concentration des investissements en titres relatifs à une région géographique, ou un type particulier d'industrie.

Un fond immobilier, fournit aux investisseurs tunisiens la possibilité de participer au marché immobilier, et avoir un lieu de résidence, par l'achat d'actions de sociétés qui seront spécialisées dans ce domaine, et permettront de réaliser l'un des objectifs majeurs du tunisien.

La spécialisation des S.I.C.A.V., permet à ces sociétés de concentrer leurs efforts sur des cibles bien déterminées, leur permettant un gain de temps et des clients.

Donc l'essai de pallier aux insuffisances que nous avons traité dans la partie précédente, l'initiative privée, la vocation accordée aux courtiers pour atteindre plusieurs clients, la spécialisation des S.I.C.A.V. et la diversité de leur programme créeront des conditions nécessaires au développement de la Bourse de Tunis.

## Conclusion

Le développement économique d'un pays, est subordonné à son taux de croissance. Pour les économistes du développement, les facteurs les plus importants pour l'accroissement du revenu national sont, l'épargne et l'afflux de devises. La prospérité des institutions financières intermédiaires, peut aider à accroître le taux d'épargne, et attirer les capitaux étrangers.

Notre étude nous a montré, qu'il est primordial d'avoir des banques, des institutions d'épargne, et des bourses bien structurés, pour agir sur la propension à épargner, et créer un climat de développement.

L'encadrement de marchés financiers dans des économies sous-développées plus libérales, où l'initiative privée est prédominante. Il y a moins d'ingérence de l'Etat dans ces lieux de confrontation de l'offre et de la demande des capitaux de long terme. Le pouvoir public est considéré comme un agent, en cas de besoin de financement aura recours au marché des titres de participation et de créance. Ces conditions aideront à augmenter l'efficacité du marché, et la loi de l'offre et la demande jouera son rôle.

L'élimination des restrictions aux mouvements de capitaux, avec une convertibilité de la monnaie, diminuera les chocs conjoncturels, et pourra pallier à l'insuffisance de devises. Le lieu de rencontre des fonds de longue durée, aidera à attirer d'avantage les capacités de financement locales et étrangères, à condition d'un climat favorable, créé suite à l'élimination des imperfections internes qu'externes, relatives à la structure du pays.

Les imperfections des marchés financiers dans les pays en voie de développement, ne sont pas des insuffisances à la loi de l'offre et la demande. Elle sont d'ordre structurel, par rapport à la population du pays, son éducation, son fonctionnement, son aptitude à se familiariser avec ces institutions nouvelles aux économies des pays en voie de développement, économies, encore agraires et rudimentaires, avec un dualisme flagrant.

Les pays en voie de développement, souffrent d'un manque d'organisation et d'une imitation mal adaptée à leur environnement. L'essai d'intégrer ces institutions dans leur environnement socioéconomique, sera un atout, pour l'amélioration des institutions financières.

L'efficacité du système financier dans les pays en voie de développement, ne peut être subordonné, à la seule

amélioration des institutions financières et leur développement. Nous devons tenir compte de la structure du pays, et des différentes politiques non-financières. Nous ne pouvons améliorer le système financier, sans tenir compte de mesures correctives en rapport avec, l'option économique adoptée, la politique monétaire, la politique fiscale, les restrictions gouvernementales, le taux de change, la politique d'emprunt à l'étranger, la politique d'ajustement, et tout ce qui se rapporte à la structure du pays, pour la création d'un climat de prospérité favorable.

## Bibliographie du mémoire

Ali Issa Abdi(1977), "Commercial banks and economic development: The experience of Eastern Africa", Praeger special studies in International Business, finance and trade.

Arowolo, Edward A.(1971), "The development of capital markets in Africa, with particular reference to Kenya and Nigeria, I.M.F. staff papers, 18(2), 420-472.

Banque Centrale de Tunisie, "Rapport annuel 1987", juillet 1988.

Banque Mondiale(1986), Rapport sur le développement dans le monde, Washington, D.C.

Belletanite, B.(1986), La Bourse temple de la spéculation ou marché financier, collection J.Bremond, Paris: Hatier.

Ben Ayed, H.(1984), "Le taux de change à terme du dinar", Revue Tunisienne d'économie et de gestion 1(2), 7-25.

Bhatt, V.V.(1979), "Capital market imperfections and economic Development", world Bank staff working paper no.338.

Bourse des valeurs mobilières de Tunis, "Rapport d'activité 1976-1980".

Burkett, P.(1986), "Interest rate restrictions and deposit opportunities for small savers in developing countries: An analytical view", The journal of development studies, 23(1), 77-92.

Chichti, J.(1984),"Structure, rentabilité et risque du marché obligataire tunisien", Revue Tunisienne d'économie et de gestion 1(1), 185-195.

Cushman,David O.(1985),"Real exchange risk expectations and the level of direct investment",The Review of Economics and Statistics, LXVII(2),297-308.

De Melo, J., Tybout, J.(1986), "The effects of liberalization on savings and investment in Uruguay", Economic development and Cultural change, 34(3), 561-587.



Dornbusch, R., et Reynoso, A.(1989), "Financial factors in economic development", National bureau of economic research, Inc., W.P. no. 2889.

Drake, P.J.(1977), "Securities markets in less-developed countries", The journal of development studies, 13(2), 73-91.

Fry, M.J.(1978), "Money and capital or financial deeping in economic development?", Journal of money credit and Banking, 10(4), 464-475.

Fry, M.J.(1984), "Saving, Financial intermédiation and economic growth in Asia", Asian Development Review, 2(1), 82-91.

Fry, M.J.(1988), "Money interest, and Banking in economic development", The Johns Hopkins University press, Baltimore and London.

Galbis, V.(1977), "Financial intermeditation and economic growth in less developed countries: A theoretical approach", The journal of development studies, 13(2), 58-72.

Giovanini, A.(1985), "Saving and real interest rate in L.D.CS", Journal of development economics, 18(2-3), 197-217.

Goldsmith, R.W.(1969), "Financial structure and development", New Haven and London, Yale University press, 372-409.

Gupta, Kanhaya L.(1987), "Aggregate savings, Financial intermeditation, and interest rate", review of economics and statistics, 69(2), 303-311.

Gurley J. ans Shaw E.S.(1967), "Financial structure and economic development", economic development and cultural change, 15(3), 257-268.

Hachemi, A.(1984), "La situation de l'économie Tunisienne en 1982", Revue Tunisienne d'économie et de gestion, 1(1) 208-218.

Hugh T. Patrick(1966), "Financial development and Economic growth in underdeveloped countries", economic development and cultural change, 14(2), 174-189.

Keynes, J. Maynard,(1937), "Alternative theories of the rate of interest", Economic journal, 47, 241-252.

Lazaros E.M.(1986), "Interest rates, saving, and investment in developing countries: A re-examination of the Mc Kinnon-Shaw Hypotheses", I.M.F. S.P., 33(1), 90-116.

Leff, N.H.(1969), "Dependency rates and saving rates", American economic review, 59(5), 886-896.

Lewis, W.A.(1954), "Economic development with unlimited supplies of labour", The Manchester school, 22, 139-191.

McKinnon, Ronald I., "Money and capital in economic development", Washington, D.C.: The brooking institution, 1973.

Mc Kinnon, R.I.(1982), "Monnaie et Finance dans l'échange international", Collection Principes, Bonnel, Paris.

Modigliani, F.(1970), "The life cycle hypothesis of saving and intercountry differences in the saving ratio", W.A. Eltis, M.F.G.Scott and J.N. Wolfe, ed.

MoRandé, F.G.(1988), "Domestic Currency appreciation and Foreign capital inflows: What comes first? (chile, 1977-82)", Journal of International Money and Finance, 7(4), 447-466.

Nabli, M.K.(1981), "Alternative trade policies and Employment in Tunisia", in A.O. Krueger, H.B. Lary, T. Monson, N. Akrasanee: Trade and employment in developing Countries: I. Individual Studies, University of Chicago Press Ltd., Chicago, 433-498.

Pilon Raphael(1965); "Les fonds mutuels", Editions Fides, Ottawa.

Pippenger, John E.(1984), "Fundamentals of International Finance", Prencctice-Hall, Inc, Englewood Cliffs, New Jersey.

République Tunisienne, VIIe Plan de developpement économique et social(1987-1991), Tome 1, le contenu Global, Juillet 1987.

Shaw, Edward S., Financial deeping in economic development". New York: Oxford University press, 1973.

Temmar, A.(1984), "Les sociétés de participation et de gestion de portefeuilles: Un diagnostic de performance", Revue Tunisienne d'économie et de gestion, 1(2), 337-379.

Thomas E. Copeland et J. Fred Weston,(1988), Financial theory and corporate policy, 3ème éd., Don Mills, Ontario: Addison-Wesley Publishing Compagny.

Tremblay, R.(1975), "Monnaie et développement en Afrique occidentale Sous Saharienne", Cahier no 10, C.R.D.E., Université de Montréal.

Wai U. Tun(1972), Financial intermediaries and National Saving in developing countries, Praeger Publishers, New York, Washington, London.

Wai U. Tun and Hugh T.P.(1973), "Stock and Bond issues and capital markets in less developed Countries", F.M.I. Staff papers, 20(2), 253-302.

Wiesemberger Investment Companies Service, General information about Mutual funds and other investment(Part one), Mutual funds and other types of investment companies(Part three), Warren, Gorham and Lamont, Eds 1982-1989.

Woo S. Jung(1986), "Financial development and economic growth: International evidence", economic development and cultural change, 34(2), 333-346.