



Département Recherches et Analyses

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemane, Centre Nawrez,

Les Berges du Lac 1053

Tél (+216) 71 960 530/ 71 960 292

Fax (+216) 71 960 565

[research@maxulabourse.com.tn](mailto:research@maxulabourse.com.tn)

[www.maxulabourse.com.tn](http://www.maxulabourse.com.tn)

# Revue Bancaire

Novembre 2018



# FCPR

## MAXULA JASMIN

FONDS COMMUN DE PLACEMENT À RISQUE

**MAXULA**  
GESTION

Adresse : Rue du Lac Windermere,  
Emeraude Palace  
Tél.: 71 961 116 - Fax : 71 962 302



Adresse : 9 rue Hédi Nouria Tunis  
Tél. : 71 351 155 - Fax : 71 342 852

# REVUE BANCAIRE

## CONTRASTE

### Investment Highlight

► La croissance mondiale arrive à maturité, mettant en péril le système capitaliste qui en dépend fortement pour subsister.

► Le retour au protectionnisme, la forte disparité et concentration des revenus mondiaux, la croissance financée de plus en plus par l'endettement, les bulles spéculatives (actions, immobilier, crypto-monnaie) ne sont autres que les prémices d'une prochaine crise financière mondiale plus prononcée que celle des subprimes.

► La croissance économique a stagné à la suite des bouleversements économiques et géopolitiques qui ont affecté le pays depuis 2011. En 2017, l'économie tunisienne a augmenté de 2,3%, un rythme plus soutenu qu'en 2016 mais qui demeure inférieur aux estimations initiales du FMI (autour de 3%). Elle devrait, selon la même source, être plus élevée en 2018 et 2019, dépassant les 3%.

► En dépit des programmes de restructuration visant à consolider leurs fondamentaux et à mettre à niveau leur solidité financière, les banques de la place demeurent en phase de mutation, devant montrer une meilleure agilité à affronter le risque. Dans ce cadre, on a procédé au classement des

banques selon le score Z et Camel Model, deux modèles qui tiennent compte de la stabilité et la robustesse des banques cotées. On tiendra ainsi le rating des titres tels qu'ils ressortent dans ces deux modèles.

► ... Mais selon ce même scoring, les banques semblent défier ce contexte grisâtre, dégagant de plus en plus de bénéfiques records. La prépondérance des BTA dans leurs portefeuilles tend à croître au-delà du raisonnable, faisant ainsi réduire la volatilité de leurs actifs et hisser leur ratio de solvabilité. Or, avec la dégradation de la note souveraine du pays, ces actifs (BTA), considérés jusque-là très sûrs, sont dès lors jugés risqués, ce qui ne donne désormais plus de sens à ce ratio en l'absence des hypothèses fondamentales sur lesquelles il repose (la pondération des actifs par leur niveau de risque).

► En retenant le ratio du levier (FP/Actifs) comme mesure de solvabilité (cet indicateur étant plus approprié à la conjoncture actuelle du pays et les risques souverains inhérents), un besoin supplémentaire de 3 Milliards de dinars en fonds propres a été constaté pour l'ensemble des banques cotées.

D'où, le dilemme de l'industrie bancaire en Tunisie.

Tableau de Bord Boursier

Banques	Cours Boursier*	Nombre d'actions	Capitalisation Boursière (MDT)	PER <sub>x</sub>	PBK <sub>x</sub>	PEG <sub>x</sub>	Div	DivYld
				18	18	18	17	2018
Amen Bank	27,3	26 481 000	722,93	6,34	0,88	0,24	1,25	4,58%
ATB	3,7	100 000 000	370,00	12,29	0,63	n.s	0,23	6,22%
Attijari Bank	43	40 741 997	1 751,91	13,48	3,26	0,63	1,20	2,79%
BH	15,4	47 600 000	733,04	6,32	0,97	0,24	0,60	3,90%
BIAT	127,89	17 000 000	2 174,13	10,16	2,09	0,81	4,25	3,32%
BNA	16,8	35 200 000	591,36	2,97	0,61	0,07	-	-
BT	7,8	225 000 000	1 755,00	12,63	2,19	0,34	0,36	4,62%
BTE(ADP)	12,81	1 000 000	12,81	16,01	0,10	n.s	-	-
STB	4,49	155 375 000	697,63	13,42	0,88	0,47	-	-
UBCI	25,8	20 001 529	516,034	12,59	1,58	0,43	1,00	3,88%
UIB	27	32 560 000	879,12	9,77	1,99	0,52	0,65	2,41%
WIB	6,77	30 000 000	203,1	n.s	1,19	n.s	-	-
<b>Secteur</b>			<b>10 407,07</b>	<b>10,4</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>		

NB : Cours au 02/11/2018  
Div Yield 2018 est calculé selon les dividendes distribués en 2018, considérant le cours du 02/11/2018

# 1. Economie monde Economie nationale

## « Capitaine, nous coulons », le capitalisme insoutenable

Visiblement, Karl Marx avait tout prévu, le capitalisme est voué aux crises financières, jusqu'à s'effondrer. La thèse de Marx sur l'instabilité chronique du système capitaliste, censée le conduire à sa perte se confirme chaque jour un peu plus, avec l'apparition et l'éclatement de bulles financières, ne laissant derrière elles que l'appétit inextinguible du capitalisme pour les projets les plus irréalistes.

En effet, la doctrine majeure sur laquelle repose l'idéologie capitaliste est la « croissance ». En d'autres termes, le capitalisme dépend absolument de la « croissance » pour exister. Sans elle, le système s'écroulerait, ce pourquoi la croissance est recherchée à tout prix, de manière perpétuelle, voire exponentielle. Cela dit, la croissance perpétuelle est-elle possible ? Et puis, si l'on observe que 1% de la population accapare plus de 82% de la richesse mondiale et s'adjuge les ressources de 3,7 Milliards d'habitants, comment alors la consommation de cette minorité pourrait-elle compenser celle de 3.7 Milliards de ménages afin de préserver et relancer continuellement cette croissance ?

Si la croissance mondiale se confirme depuis 2011, quand elle avait rebondi après la crise financière de 2008, il y a tout de même des signes marquant qu'elle a atteint un plateau et est devenue moins synchronisée avec moins de pays qui y participent. Certains risques ont commencé à se matérialiser allant des taxes douanières et le retour au protectionnisme, aux pressions sur les marchés financiers du fait des taux d'intérêt qui ont repris leur ascension, passant par les inégalités des revenus et cette minorité richissime de la population mondiale (1%) qui accapare les ressources de l'équivalent de 3,7 Milliards de personnes, et qui ne parviendrait en aucun cas à donner d'impulsion au vecteur de la croissance du fait de ne pouvoir guère consommer pour autant de ménages. Sans surtout oublier l'endettement excessif et ascendant par lequel ladite croissance est majoritairement financée, cachant ainsi une terrible réalité d'arrière-scène : la dette mondiale atteint un record historique et grimpe désormais à près de 225 % du PIB mondial. Elle a crû de plus de 40 % depuis l'avant-crise financière 2008. La Chine est responsable de 40 % de cette ascension. Les pays avancés ne sont pas en reste. Leur niveau de dette atteint celui de la sortie de la Seconde Guerre mondiale. En particulier, Trump l'a aggravée encore plus pour la

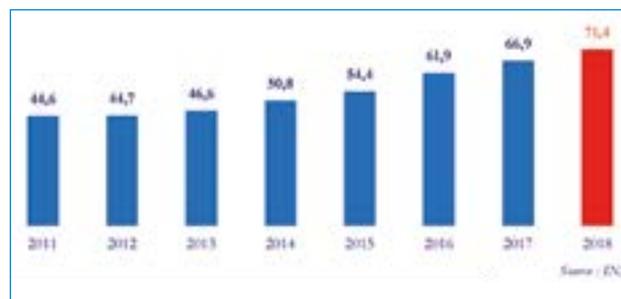
hisser à 102,7% du PIB des Etats-Unis en début 2018. Quant aux pays pauvres, beaucoup foncent vers une crise des paiements.

**La conjugaison de tous ces facteurs conduirait inévitablement la croissance au terme de son développement et à son essoufflement et donc l'essoufflement du système capitaliste qui s'en ressource pour survivre et qui danse désormais sur un volcan puisque les menaces cachées sous ses plis constituent des voyants annonciateurs, déjà au rouge, d'une inévitable crise financière prochaine, encore plus profonde que celle de 2008.**

## « Quand on est dans un trou, la pire chose à faire est de continuer de creuser »

Ne vivant pas en autarcie, l'économie nationale a été défavorablement touchée par la hausse exorbitante des prix des matières premières. Sous cet angle, les agrégats macroéconomiques dévoilent une situation post-révolutionnaire assez critique traduite essentiellement par la hausse vertigineuse des dettes publiques qui représentent plus de 71% du PIB au terme du premier trimestre 2018 contre 44,6% en 2011 soit une amplification de 2 680 PBS.

Endettement Public / PIB (en%) 2011-<sup>T1</sup> 2018



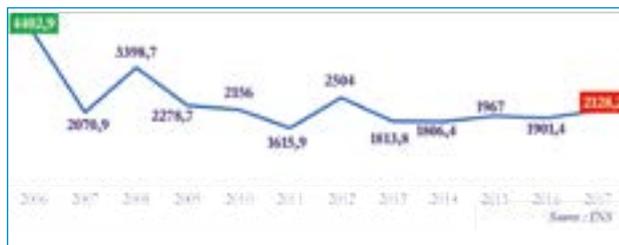
L'endettement des entreprises publiques conjugué à la gestion inhibée par l'assujettissement administratif et réglementaire, un déficit structurel de productivité et une gestion sans relief des risques liés au financement de leurs besoins conduiraient ces entités à un niveau d'endettement insoutenable, voire destructif. L'effet contagion de l'endettement croisé et cumulé entre les entreprises publiques est d'autant plus risqué qu'il risque de

toucher tous les autres opérateurs économiques interagissant avec lui. Ce cercle vicieux d'endettement des entreprises publiques-impayés-besoins de liquidité-surendettement doit être impérativement rompu.

Les crédits accordés par les banques aux ménages tunisiens sont passés de 10,7 milliards de dinars en décembre 2010 à 22,5 milliards de dinars en décembre 2017, soit une envolée de 110 %. Ces emprunts représentent à peu près 29 % du total des crédits octroyés par les banques à l'économie nationale. D'autant plus que 2,9 milliards de dinars de ces crédits sont orientés à la consommation des produits importés.

Au sein d'une telle société consommatrice avec un fort penchant pour l'importation, et en l'absence de climat socio-politique favorable et d'infrastructure adéquate, les investissements directs étrangers ont connu une régression de 6,4% en moyenne annuelle, passant de 4 402,9 MDT en 2006 à 2 128,2 MDT à fin 2017.

Evolution des flux des IDE en trants en MDT (2016-2017)



Depuis la révolution, les gouvernements qui se sont succédé n'ont pu faire face à l'aggravation des déficits commerciaux et budgétaires, à l'amplification du taux de chômage, aux tensions socio-politiques dont les visions étaient focalisées sur le court au lieu du long terme. La dette publique avait beaucoup plus servi comme remède aux tensions sociales et aux revendications salariales, faisant ainsi, de plus en plus, augmenter la consommation des produits importés, lester les dépenses publiques et donc creuser le déficit tant budgétaire que commercial. Aucun de ces gouvernements n'avait pensé à profiter de cette énorme dette publique pour plutôt investir dans les axes fondamentaux dont le pays avait tant besoin pour une réelle sortie de crise, à savoir :

- ▶ La formation ayant pour vocation d'améliorer la productivité ; avoir une main-d'œuvre qualifiée et fructifier le marché du travail.
- ▶ L'infrastructure, atout majeur à l'attraction des investissements étrangers et des flux touristiques.
- ▶ Les investissements énergétiques dont les dépenses d'importation pèsent lourdement sur le déficit commercial de l'Etat. A noter dans ce cadre que le coût global de la facture énergétique en Tunisie a atteint 4 235 MDT à fin août 2018. Facture à laquelle le budget de l'Etat alloue environ 2 700 MDT.

A première vue, les chiffres évoqués ci-dessus prouvent sans doute une instabilité financière et économique assez contraignante

tant à l'échelle internationale que domestique. Toutefois, et en dépit de cette situation alarmante, nous observons que les banques de la place dégagent des marges bénéficiaires de plus en plus importantes, en discordance pure et parfaite avec ce contexte général maussade. Chiffres à l'appui, les bénéfices des banques cotées sont passés de 418 MDT en 2010 à 1120 MDT en 2017, moyennant un TCAM de l'ordre de 15%

Par ailleurs, et depuis 2014, on assiste à une tendance accrue vers le financement du Trésor public. En effet, et pour l'ensemble des banques cotées (excepté Wifack Bank), le stock total en bons du Trésor a marqué le saut, passant de 5,3 Milliards de dinars en 2014 à plus de 9 Milliards de dinars à fin 2017. Leur volume totalise désormais 11% de l'actif total des banques à fin 2017.

Quant à leurs revenus, ces derniers ont grimpé à près de 700 MDT au terme de 2017, contre seulement 371 MDT trois années auparavant.

Au fait, les banques éprouvent de plus en plus de préférence pour l'acquisition des BTA, plutôt qu'à l'octroi de crédits aux agents risqués, telles les PME et micro-entreprises (c'est l'effet d'éviction). C'est ainsi que leurs marges d'intérêt augmentent (notamment avec les taux bonifiés sur ces BTA), ce qui permettra une amélioration de leurs résultats à la fin de l'exercice. Cette stratégie est triplement profitable : elle leur procure sans doute des gains importants mais aussi, des refinancements intéressants auprès de la BCT et des risques faibles étant donné que les BTA sont présumés être l'actif le plus sûr. Mais que faire si cet actif, « censé » être le plus sûr, n'est désormais plus sûr ? Serait-il alors sensé de retenir le ratio de solvabilité comme seul indicateur de solidité financière des banques tunisiennes ?

En effet, l'agence de notation Moody's a dégradé la note souveraine de la Tunisie en mars 2018, passant ainsi de B1 à B2 avec perspectives stables. L'agence avait justifié cet abaissement par la dégradation de la situation budgétaire et des déséquilibres externes persistants. Elle avait également annoncé que les notes de défaut émetteur à long terme en devises étrangères de la Tunisie avaient été ramenées à « B+ », en révisant la perspective de stable à négative. De plus, l'encours des créances professionnelles impayées ou en contentieux s'est stabilisé en se situant à 7 919 MDT en 2017 contre 7 905 MDT en 2016, demeurant ainsi très élevé. Ceci remet en question l'applicabilité du ratio de solvabilité en Tunisie vu la conjoncture actuelle et la qualité médiocre des BTA, jugés désormais comme étant des Junk Bonds\*. De ce fait, nous préconisons plutôt de le remplacer par le ratio du levier ((FP/Actifs)>10%) qui n'est autre que les fonds propres sur actifs, mais dépourvus de toute pondération relative au risque. Ce ratio sera jugé correct s'il est supérieur à 10%. Il demeure entendu que ce niveau (10%) ne constitue pas une mesure aussi stricte puisqu'aux Etats-Unis par exemple, là où la notation souveraine est de AAA (selon Moody's), ce taux a été relevé à 6% depuis 2013.

Au vu de cette divergence, l'urgence se fait de plus en plus pressante pour les banques cotées de renforcer davantage leurs ressources stables en procédant à des augmentations de capital en numéraire, plutôt que de renflouer leurs actifs avec des valeurs qui ne sont désormais plus assez sûres (BTA) et ce, dans le but d'obvier aux chocs éventuels pouvant survenir à tout moment dans un contexte national aussi achoppant.

**En d'autres termes, l'enjeu crucial qui s'impose en ce moment est la recapitalisation du dispositif bancaire, et ce, en vue de se prémunir contre le risque systémique menaçant non seulement le système bancaire mais aussi toute l'économie tunisienne.**

	Ratio de solvabilité <sup>MDT</sup>	FP/Actifs <sup>MDT</sup>	Écart	FP Additionnels en MDT
BT***	14,2%	11,0%	2,6%	112
BTE***	12,3%	10,6%	1,7%	8
ATB	10,8%	8,1%	2,7%	134
UBCI	10,3%	6,4%	3,9%	182
UIB	11,1%	6,8%	4,3%	208
Amen Bank	14,2%	7,5%	6,7%	280
STB	11,5%	7,2%	4,3%	305
BNA	12,4%	7,3%	5,1%	368
Attijari Bank	11,7%	5,8%	5,9%	397
BIAT	10,8%	6,6%	4,2%	547
BH	10,9%	5,7%	5,2%	574
Total				2995

\*\*\* La BI et BTE représentent des excédents de fonds propres et non des besoins

Ce tableau illustre le besoin pressant en fonds propres additionnels que la majorité des banques éprouvent (excepté la BT et la BTE). Ce classement consacre la BH qui devrait lever 574 MDT de capitaux additionnels afin de conformer son assise financière à l'objectif tracé par la présente étude.

Contre toute vraisemblance, la BIAT et Attijari Bank, considérées comme des banques d'importance systémique, rejoignent la BH et forment ainsi le tiercé de tête de ce classement avec des besoins additionnels respectifs de 547 MDT et 397 MDT.

C'est dans ce cadre que s'inscrit notre revue bancaire qui a pour objectif de classer les banques tunisiennes cotées selon « le Score Z » et « Camel Model », deux modèles qui sont loin des modèles classiques de rating, tenant compte de la stabilité, la durabilité et la robustesse des fondamentaux des banques de la place pour pouvoir faire face à tout risque susceptible de survenir à tout moment, dans ce contexte actuel aussi maussade. Nous retiendrons ainsi le rating des titres, tels qu'ils ressortent de l'adossement de ces deux modèles.





# FCPR

## MAXULA CROISSANCE ENTREPRISES

---

### Fonds Commun de Placement à Risque

---

**MAXULA**  
GESTION

**MAXULA GESTION**

Rue du Lac Windermere, Émeraude Palace  
1053 Les Berges du Lac

Tél: (+216 71) 960 026 / 963 116

Fax: (+216 71) 963 302



**BANQUE NATIONALE AGRICOLE**

Rue Hedi Nourra, Tunis

Tél: (+216 70) 144 000

Fax: (+216 70) 144 031

# 2. SCORING

## La hiérarchie respectée

Le système bancaire est un système d'interdépendance. Les banques se doivent alors d'être d'une grande solidité financière compte tenu des répercussions néfastes de la défaillance éventuelle d'une banque sur la stabilité de tout le système financier et, au-delà, de l'économie entière. De ce fait, les organismes internationaux de réglementation bancaire ont établi des ratios de solvabilité auxquels toutes les banques devraient s'y aligner, surtout celles d'importance systémique. Cette solidité financière est essentiellement mesurée par le montant des fonds propres d'une banque qui détermine sa capacité à faire face aux risques éventuels liés à ses activités, mais aussi à des risques exogènes, de plus grande ampleur, tel que le risque souverain qui règne particulièrement en Tunisie depuis la révolution. C'est dans cette perspective que nous nous proposons de classer les banques de la place selon la stabilité et la robustesse de leurs fondamentaux ainsi que leur capacité à affronter le risque susceptible de surgir à tout moment et à être en permanence soluble. A cet égard, nous avons procédé au classement des banques tunisiennes cotées selon deux normes prudentielles internationales de scoring, à savoir « Score Z Altman » et « Camel Model ».

### 5.2. Score-Z Altman

Le Score Z Altman correspond à une méthode d'analyse financière qui vise à synthétiser un certain nombre de ratios sous forme d'un seul indicateur, lequel sera retenu comme mesure de la solidité financière des établissements de crédits. L'efficacité de cet indice découle de sa parfaite corrélation avec la probabilité d'insolvabilité d'une banque. Autrement dit, le Score-Z dénote la probabilité que la valeur des actifs soit insuffisante pour couvrir le remboursement du passif contracté, indiquant la distance par rapport au seuil de défaillance de l'établissement bancaire.

D'un point de vue statistique, le score-Z est défini comme étant la mesure, en nombre d'écarts types, de la baisse du taux de rendement bancaire aboutissant à une absorption complète des fonds propres. Ainsi, si la valeur du Score-Z est élevée, le risque de défaillance devrait être assez faible. À contrario, le rapprochement du Score-Z de la valeur de l'écart type du rendement des actifs est une indication d'une probabilité de défaut élevée d'une banque.

La formule du Score-Z Altman est ainsi la suivante :

$$\text{Score-Z Altman} = (\text{Moyenne(ROA)} + (\text{FP/A})/\text{Ecart type (ROA)})$$

Tel que :

► **La moyenne des rendements des actifs du Bilan** : durant la période 2012-2017.

► **Le ratio de levier relatif à l'exercice 2017** : contrairement au ratio de solvabilité, le ratio de levier ne tient pas compte de la pondération des actifs au risque. Le ratio a été défini par le Comité de Bâle comme étant le rapport entre les fonds propres et le total des actifs Bilan et Hors Bilan. Il permet de fixer le montant minimum des fonds propres par rapport à l'encours total des actifs, afin d'éviter qu'une augmentation rapide de l'octroi de crédits à des contreparties bénéficiant d'une faible pondération des risques n'entraîne une hausse insoutenable du taux global d'endettement ou de l'effet de levier.

Ainsi, ce ratio permet de fixer un besoin minimal de capital et de réduire la procyclicité des besoins en capital. L'objectif macroprudentiel du ratio est de contribuer à une meilleure stabilité du système financier dans son ensemble pour éviter qu'une crise similaire à celle des « Subprimes » ne se renouvelle dans le futur.

► **Ecart type des Rendements des actifs du Bilan** : durant la période 2012-2017 : c'est un indicateur de volatilité, plus l'écart type est élevé plus est grand le risque de faillite d'une banque.

L'indice Score-Z est estimé sur un échantillon comprenant onze banques de la place boursière tunisienne sur une période de six ans allant de 2012 à 2017. L'échantillon ne comprend pas Wifack International Bank vu qu'elle s'est récemment convertie en banque islamique (2015). Les données retenues sont annuelles.

Nous avons calculé le Score-Z Altman des banques tunisiennes cotées en Bourse pour la période 2012-2017.

Classement	Banques	Moyenne (ROA)	Ecart type ROA	FP/A	Score Z
1.	BT	2,0%	0,2%	11,6%	55,5
2.	ATB	0,9%	0,2%	8,1%	45,4
3.	UIB	1,4%	0,2%	6,8%	40,2
4.	BIAT	1,4%	0,2%	6,6%	39
5.	UBCI	0,9%	0,2%	6,4%	38,7
6.	Amen Bank	1,0%	0,2%	7,5%	34,7
7.	Attijari Bank	1,4%	0,2%	5,8%	31,6
8.	BTE	-0,1%	0,6%	10,6%	19,1
9.	BNA	0,8%	0,6%	7,3%	13,7
10.	STB	0,01%	0,8%	7,2%	9,6
11.	BH	0,2%	1,3%	5,7%	4,6

Source : Maxula Bourse

Le rating Score-Z Altman effectué sur une période de 6 ans, allant de 2012 à 2017, fait ressortir un énorme écart entre les banques de la place dont les scores oscillent entre 55,5 et 4,6. Ce score sert à classer les banques de la place selon leur stabilité



durant les six dernières années qui représentaient une période de métamorphose pure et parfaite pour quelques banques, et ce, à l'instar des banques publiques qui ont été soumises à des opérations de full audit ayant permis d'arrêter les besoins en fonds propres et de relever les principales insuffisances et sources de vulnérabilité. Sur la base des résultats y afférents, l'Etat a assuré la recapitalisation de la STB et la BH, et ce, suite à la promulgation de la loi N° 2015-31 portant sur l'augmentation de capital de ces deux banques des montants respectifs de 757 MDT et 110 MDT. Quant à la BNA, le renforcement des fonds propres a été réalisé grâce à l'atténuation du risque encouru suite à l'obtention de la garantie de l'Etat sur les engagements de certaines entreprises publiques (notamment l'Office des céréales et l'ONH).

En termes de classement, la palme d'or revient à la Banque de Tunisie avec un score de 55,5, suivie de l'Arab Tunisian Bank cumulant un score de 45,4. En 3ème position figure l'Union Internationale des Banques avec un score de 40,2. De surcroît, la BTE, et les banques publiques BNA, STB et la BH figurent en bas du classement, étant les banques les plus volatiles avec des écarts types respectifs de 0,6% ; 0,6% ; 0,8% et 1,3% cumulant ainsi les plus faibles scores.

Mais il demeure entendu que si le score de la grande majorité des banques est jugé correct, c'est grâce aux lignes BTA, présumées assez sûres, qui composent leurs actifs. Lesdites BTA ont lissé la volatilité des bénéfices et ont ramené les écarts

types à des niveaux faibles. Eu égard à ces constatations, ce scoring ne reflète pas la réalité, étant donné que tout le système financier est jugé à risque et que les bons du Trésor ne sont pas à l'abri de ce risque vu la notation souveraine défavorable. En effet, en excluant les gains relatifs aux lignes BTA et les cessions sur portefeuille titres générant des bénéfices exceptionnels, le Score-Z va baisser, à cause de l'accroissement de la volatilité.

## Réglementation en vigueur

Dans l'objectif d'orienter davantage les banques vers le financement des secteurs productifs, de soutenir la croissance et de rationaliser le recours excessif au refinancement auprès de la BCT, une nouvelle répartition des contreparties du refinancement a été introduite exigeant une quotité fixe de 40% sous forme de titres publics négociables et 60 % en créances bancaires. Cette nouvelle décision a été adoptée à partir du 5 septembre 2018, avec un délai d'un mois pour sa mise en application. Il est à rappeler que vers la fin de l'exercice 2014, la quotité des effets publics a été relevée à 40% (Circulaire aux établissements de crédit n°2014-02 du 28 mars 2014) contre un minimum de 10% de l'encours de refinancement précédemment (Circulaire aux établissements de crédit n°2013-10 du 1er août 2013). Ces nouvelles restrictions sur le niveau minimum exigé en fonds propres auront certainement des retombées directes défavorables sur la volatilité des bénéfices des banques. La volatilité de leurs actifs va augmenter et leur score va par conséquent baisser. Par ailleurs, la montée brutale des taux d'intérêt entraînera systématiquement la hausse des créances classées. Si, de plus, couplée avec la crise immobilière sous-jacente et ses éventuels taux d'insolvabilité exorbitants, la majorité des banques observerait le hissage de leur volatilité, qui, selon les régressions effectuées par les analystes, serait désormais estimé entre 2% et 3%, ce qui les ferait migrer vers la zone de risque.

**Hypothèse :** Nous allons adopter l'hypothèse d'un écart type de l'ordre de 1,3% (censé être le plus représentatif d'une banque tunisienne dans la conjoncture actuelle) pour l'ensemble des banques de la place. Le scénario serait donc le suivant :

Classement		Moyenne (2012-2017)	Ecartype (FP/A)2017	Z Score
1.	BT	2,0%	1,3%	11,6%
2.	BTE	-0,1%	1,3%	10,6%
3.	ATB	0,9%	1,3%	8,1%
4.	Ames Bank	1,0%	1,3%	7,5%
5.	UIB	1,4%	1,3%	6,8%
6.	BNA	0,8%	1,3%	7,3%
7.	BIAT	1,4%	1,3%	6,6%
8.	STB	0,01%	1,3%	7,2%
9.	UBCI	0,9%	1,3%	6,8%
9.	Attijari Bank	1,4%	1,3%	5,8%
10.	BH	0,2%	1,3%	5,7%

On constate déjà qu'avec une volatilité de l'ordre de 1,3%, le Score-Z des banques tunisiennes cotées oscillerait entre 10,5 et 4,5, soit une forte exposition au risque de faillite, et une probabilité



de dissolution de la majorité des établissements. Cette situation devrait sans doute empirer davantage avec les taux estimés ci-dessus (2% à 3%). Si l'on retient 3% par exemple comme écart type, le Score-Z fluctuerait entre 4,5 (pour la BT) et 2 (pour la BH). A ce moment-là, toutes les banques sans exception entreraient dans la zone grisâtre. Par ailleurs, si le ratio de solvabilité serait, comme suggéré, réduit au seul ratio de levier (> 10%), toutes les banques (hormis la BTE qui dispose d'une bonne assise en fonds propres puisqu'elle opérait en guise de banque d'investissement jusqu'à lors) auraient un score inférieur à 10% et seraient amenées à renforcer leurs fonds propres.

Pour le reste de l'étude, le second scoring à exposer est le Modèle Camel.

## 2.1. Modèle Camel :

Le modèle Camel est un système de notation international qui contribue à diagnostiquer la santé financière d'une banque en prenant les mesures préventives pour sa durabilité. Le système Camel permet d'évaluer les banques en s'appuyant sur cinq domaines pour catégoriser les banques dont notamment :

### ► L'adéquation des fonds propres :

L'exigence minimale en fonds propres est un facteur clé pour le maintien de la survie de la banque. Elle est mesurée par le Ratio de solvabilité qui permet de déterminer l'aptitude de la banque à respecter ses obligations à temps.

### ► La qualité des actifs :

C'est un indicateur crucial étant donné que la mauvaise qualité des actifs est la principale cause des faillites des banques. Elle est mesurée par le taux des créances classées. Plus ce ratio est faible plus la rentabilité de l'actif est meilleure.

### ► L'efficacité de la gestion :

Cet indicateur est en étroite liaison avec le succès et la durabilité de la banque. Il mesure la capacité d'une banque à générer des bénéfices à partir de ses revenus et de son actif. L'efficacité de la gestion est mesurée par le coefficient d'exploitation.

### ► La qualité des bénéfices :

Cet indicateur informe sur la durabilité et l'efficacité des bénéfices. Il est mesuré par les ratios de rentabilité financière et économique (ROE) et (ROA).

### ► La liquidité :

Il est indispensable de s'armer d'un niveau adéquat de liquidité en tout temps c.à.d. les fonds liquides en temps voulu. Ce domaine est mesuré par deux ratios de structure : le ratio (Crédits à la clientèle/Dépôts de la clientèle) et le ratio (Actifs courants/Total des actifs). Ces deux mesures nous informent sur l'aptitude d'une banque à convertir à temps ses actifs financiers en espèces.

## Scoring selon les critères de sélection du Modèle Camel

### ► Adéquation des fonds propres

Classement	Banques	Ratio de solvabilité	Score
1.	BT	14,19%	11,0
2.	Amen Bank	14,15%	11,0
3.	BNA	12,40%	9,6
4.	BTE	12,30%	9,5
5.	Attijari Bank	11,68%	9,1
6.	STB	11,50%	8,9
7.	UIB	11,10%	8,6
8.	BH	10,94%	8,5
9.	ATB	10,80%	8,4
10.	BIAT	10,75%	8,3
11.	UBCI	10,34%	8,0

Source : Maxula Bourse

Toutes les banques de la place respectent le ratio de solvabilité (10%) au titre de l'exercice 2017 conformément aux exigences de la BCT. En tête de peloton demeure la BT avec un ratio de solvabilité confortable de 14,19%. En deuxième position vient l'Amen Bank qui s'est distinguée par une capitalisation confortée par un ratio de solvabilité de 14,15%.

En termes de couverture des risques, le ratio Cooke de la BNA a atteint 12,40% à fin décembre 2017, un niveau largement au-dessus du seuil réglementaire (10%). Pour sa part, la BTE (ADP) a vu reculer son ratio de solvabilité. Néanmoins, celui-ci demeure conforme aux normes de la BCT se situant à 12,3% au titre de l'exercice 2017.

Attijari Bank, la STB, et l'UIB présentent, au titre de l'exercice 2017, des ratios de solvabilité ventillant entre 11,68% et 11,1%. En bas du classement se trouvent la BH, l'ATB, la BIAT et l'UBCI avec les plus faibles ratios de solvabilité balançant entre 10,94% et 10,43% au titre de l'exercice 2017, restant tout de même au-delà du minimum réglementaire de 10%.



Afin de pérenniser leurs ressources stables, les banques de la place sont tenues de renforcer davantage leurs fonds propres.

### ► Qualité des actifs

Au niveau du classement en termes de créances compromises, au titre de l'exercice 2017, Attijari Bank a été détrônée par la BIAT ayant des actifs bien gérés avec le taux de créances accrochées le plus faible du secteur, soit 5,3% à fin décembre 2017. Statu quo, en troisième position vient l'UBCI avec un taux de créances classées de 6,2%.

En dessous de la moyenne sectorielle qui est de l'ordre de 11,6%, apparaissent les banques publiques, l'Amen Bank et la BTE (ADP), avec des taux assez élevés, oscillant entre 13,0% et 24,4%.

Classement	Banques	Taux des Créances Classées	Score
1.	BIAT	5,30%	11,0
2.	Attijari Bank	5,90%	9,9
3.	UBCI	6,20%	9,4
4.	BT	6,92%	8,4
5.	UIB	8,10%	7,2
6.	ATB	10,95%	5,3
7.	BH	13,00%	4,5
8.	Amen Bank	15,00%	4,5
9.	BTE (ADP)	15,48%	3,9
10.	BNA	16,70%	3,8
11.	STB	24,40%	3,5

Source : Marocle Banque

Les Banques Privées de la place			
		2017	2016
1.	BIAT	5,3%	5,8%
2.	Attijari Bank	5,9%	6,9%
3.	UBCI	6,2%	6,2%
4.	BT	6,9%	8,1%
5.	UIB	8,1%	9,4%
6.	ATB	11,0%	8,1%
7.	Amen Bank	15,1%	15,4%
8.	BTE (ADP)	15,5%	15,5%
Moyenne sectorielle		9,2%	9,4%

Source : Marocle Banque

En moyenne, les banques privées de la place ont connu une quasi-stagnation de leurs taux des créances compromises, à fin décembre 2017. Le taux des actifs improductifs s'est amélioré de 17 PBS par rapport à l'année précédente.

Les Banques Publiques de la place			
		2017	2016
1.	BH	13,0%	13,1%
2.	BNA	16,7%	20,4%
3.	STB	24,4%	28,2%
Moyenne sectorielle		18,0%	21,2%

Source : Marocle Banque



En dépit des efforts déployés afin de réduire les prêts improductifs, sources de vulnérabilité de l'ensemble du système financier, le taux des actifs improductifs des banques publiques en 2017 demeure élevé, quoiqu'en amélioration moyenne de l'ordre de 320 PBS.

### ► Efficacité de la gestion

		Coefficient d'exploitation	Score
1	BT	33,8%	11,0
2	Amen Bank	33,9%	11,0
3	BH	42,7%	8,7
4	UTB	46,9%	7,9
5	BIAT	47,5%	7,8
6	Attijari Bank	47,5%	7,8
7	BNA	49,6%	7,5
8	STB	53,1%	7,0
9	ATB	57,1%	6,5
10	UBCI	62,5%	6,0
11	BTE	73,9%	5,0

Source : Marocle Banque

En termes de productivité, la moyenne sectorielle du coefficient d'exploitation des banques de la place s'est détériorée de 80 PBS atteignant 49,9% à fin décembre 2017.

Au niveau du classement, la BT se positionne en tête de peloton affichant le coefficient d'exploitation le plus bas du secteur, soit 33,8%, suivie de près par l'Amen Bank avec un ratio de 33,8%, au terme de l'exercice 2017.

Par ailleurs, l'UBCI et la BTE (ADP) demeurent en queue du classement avec des ratios très élevés de l'ordre de 62,50% et 73,86% respectivement. Ces banques sont tenues de maîtriser leurs charges opératoires notamment les charges de personnel afin d'optimiser leur productivité.

## ► Qualité des bénéfices

Classement	Banques	ROA	Score
1.	BT	2,6%	11,0
2.	BNA	1,9%	7,8
3.	Attijari Bank	1,7%	6,9
4.	UIB	1,7%	6,9
5.	BIAT	1,6%	6,6
6.	Amen Bank	1,3%	5,5
7.	BH	1,2%	4,9
8.	UBCI	1,1%	4,5
9.	STB	0,6%	2,4
10.	ATB	0,5%	2,0
11.	BTE	0,1%	0,3

Source : Maxula Bourse Source : Maxula Bourse

Classement	Banques	ROE	Score
1.	Attijari Bank	24,2%	11,0
2.	BT	20,9%	9,5
3.	BIAT	20,6%	9,4
4.	UIB	20,4%	9,3
5.	BNA	20,4%	9,3
6.	BH	15,3%	7,0
7.	Amen Bank	13,9%	6,3
8.	UBCI	12,6%	5,7
9.	STB	6,6%	3,0
10.	ATB	5,4%	2,4
11.	BTE	0,6%	0,27

Se rapportant à la qualité des bénéfices, deux axes sont à explorer : la rentabilité des fonds propres et la rentabilité des actifs.

▲ **Rentabilité des actifs** : La mesure de la rentabilité des actifs (ROA) est un indicateur qui permet d'apprécier l'efficacité avec laquelle les managers des banques exploitent les actifs dont ils disposent, de manière à générer le plus de bénéfices. Le ROA est ainsi calculé en rapportant le bénéfice net au total actif.

Au niveau du classement, la palme d'or revient toujours à la BT qui affiche le meilleur ROA du secteur (2,6%) témoignant de sa bonne qualité d'actifs. La BNA, suivie d'Attijari Bank et l'UIB, lui succède avec des ROA de 1,9%, 1,7% et 1,7% respectivement à fin 2017. Tandis que la rentabilité des actifs de la BIAT et de l'Amen Bank oscille entre 1,6% et 1,3% au 31/12/2017. En bas du classement, figure la BH et l'UBCI avec des ROA de l'ordre de 1,2% et 1,1 % respectivement. À la traîne, se trouvent la STB,



l'ATB et la BTE avec des ROA balançant entre 0,6% et 0,1%. Ces banques subissent le contrecoup de leur faible qualité d'actifs.

▲ **Rentabilité des fonds propres** : L'évaluation de la rentabilité financière des banques consiste à apprécier la capacité des gestionnaires à affecter les ressources stables aux activités génératrices de profits. Cette rentabilité est calculée en rapportant le bénéfice net des banques à leurs fonds propres (ROE).

Au titre de l'exercice 2017, Attijari Bank tient le cap des meilleures rentabilités des fonds propres du secteur coté, atteignant 24,2%, suivi de la BT avec un taux de rentabilité de 20,9%. Encore sur le podium se placent la BIAT, l'UIB et la BNA avec des ROE ventilant entre 20,6% et 20,4% à fin 2017.

De surcroît, la BH, l'Amen Bank et l'UBCI affichent des ROE respectives de 15,3%, 13,9% et 12,6% à fin 2017. En bas du classement, figurent la STB, l'ATB et la BTE (ADP) avec les plus faibles rentabilités financières du secteur, oscillant entre 6,69% et 0,6% à fin décembre 2017.

## ► Liquidité

En termes de liquidité, deux ratios de structure sont à envisager : (Crédits /Dépôts) et (Actif Courant/Total Actif).

▲ **Crédits à la clientèle/Dépôts collectés de la clientèle** : S'agissant du ratio (Crédits /Dépôts), seules l'ATB, Attijari Bank et la BIAT ont pu maintenir une structure équilibrée, respectivement à 86,6%, à 87,1 %, à 88,8% à fin 2017.

Ces banques s'alignent aux normes internationales faisant preuve de bonne gestion de leurs emplois et l'utilisation de leurs ressources. Toutefois, certaines banques à l'instar de l'UBCI, la BT et l'Amen Bank ont présenté des ratios de couverture des crédits par les dépôts parmi les plus élevés en 2017. Les banques de la place sont appelées à adopter une stratégie conservatrice qui trace une adéquation entre les crédits octroyés et les dépôts collectés afin d'éviter la raréfaction de la liquidité des banques.

▲ **Actif Courant/ Total Actif** : Quant au ratio (Actif Courant/ Total Actif), la plupart des banques cotées ont des structures équilibrées avec des actifs circulants oscillant entre 95,9% et 80,5% du total actif.

Classement	Banques	C/D	Score
1.	ATB	86,59%	11,0
2.	Attijari Bank	87,10%	10,9
3.	BIAT	88,75%	10,7
4.	STB	102,53%	9,3
5.	UBCI	112,41%	8,5
6.	BNA	114,32%	8,3
7.	Amen Bank	118,24%	8,1
8.	UIB	119,80%	8,0
9.	BT	120,52%	7,9
10.	BH	130,21%	7,3
11.	BTE	134,20%	7,1

Source : Mavado Banque

Classement	Banques	AC/Total Actif	Score
1.	UIB	95,89%	11,0
2.	BTE	95,42%	10,9
3.	BT	91,99%	10,6
4.	ATB	90,50%	10,4
5.	STB	87,18%	10,0
6.	Attijari Bank	86,77%	10,0
7.	BH	85,52%	9,8
8.	BNA	84,45%	9,7
9.	UBCI	82,17%	9,4
10.	BIAT	81,51%	9,3
11.	Amen Bank	80,54%	9,2

## Classement selon le Modèle Camel

Un classement récapitulatif du Modèle Camel est donné par le tableau ci-dessous :

Classement	Banques	Score
1.	BT	69,4
2.	Attijari Bank	66,0
3.	BIAT	63,6
4.	UIB	61,5
5.	BNA	56,2
6.	Amen Bank	55,8
7.	BH	50,5
8.	ATB	48,0
9.	STB	46,1
10.	UBCI	45,8
11.	BTE	37,1

Source : Mavado Banque

## 2.3. Score-Z adossé au Modèle Camel

En associant probabilité de faillite et robustesse des fondamentaux, nous retrouvons le classement suivant :

Classement	Banques	Score
1	BT	115,3
2	BIAT	102,1
3	UIB	101,1
4	Attijari Bank	95,5
5	ATB	93,4
6	Amen Bank	87,5
7	UBCI	77,5
8	BNA	69,5
9	BTE	59,6
10	BH	56,4
11	STB	55,8

Source : Mavado Banque



L'analyse fondamentale des banques de la place, en relation avec la solidité financière (Modèle Camel), corrélée à la durabilité et la pérennité des banques (Score-Z Altman) a permis de dévoiler le risque systémique auquel est affronté notre industrie bancaire. Si quelques banques font figure de pouvoir résister face à cette conjoncture, d'autres peinent à retrouver leur solidité financière, la vraie, basée sur un niveau confortable de fonds propres plutôt que sur des actifs (BTA) censés être sûrs, mais qui ne le sont réellement pas. La recapitalisation du système bancaire est si importante et urgente, sans quoi, l'Etat ne pourrait échapper à une crise financière beaucoup plus brutale qu'elle ne l'est actuellement ◀

*\* Obligations à haut risque considérées comme l'origine des crises financières tant leur insolvabilité peut entraîner un effondrement du marché.*

*\*\* L'actif total inclut le total bilan et hors bilan*

*\*\*\* La BT et BTE représentent des excédents de fonds propres et non des besoins.*

## 3. Recommandations

**D**ans un contexte économique en berne, caractérisé par des agrégats qui peinent à s'améliorer, les banques ont paradoxalement attesté d'une croissance remarquable de leurs bénéfices (fortement tirée par la concurrence rude et acharnée). Cette performance semble camoufler les anomalies des banques de la place, au vu des résultats issus du Score-Z corrélés à ceux émanant de Camel Model, grâce auxquels on a pu évaluer les banques selon leur stabilité et leurs aptitudes à faire face au risque. Il est donc primordial pour une banque d'assurer une bonne qualité de son bénéfice tout en respectant les réglementations édictées par la BCT. À cet égard, les banques tunisiennes sont amenées à :

- Adopter une politique de distribution de dividendes plus restrictive,
- Renforcer leurs fonds propres par des augmentations de capital en numéraire,
- Assurer une meilleure gestion du bilan en renversant le gain sur les lignes BTA détenu par les banques, et se concentrer davantage sur l'activité bancaire.
- Respecter les règles de conformité,
- Maîtriser les risques opérationnels,
- Améliorer le ratio de couverture des actifs improductifs.
- Rationaliser le nombre et la taille des banques via des opérations de fusion entre les banques. En effet, la prise en

compte des menaces et des faiblesses communes à tous les acteurs du système bancaire incite les banques à la recherche de synergies entre elles et des moyens de partage du risque pour le développement de leurs activités, ceci ne pouvant se faire qu'à travers les fusions.

- Structurer le ratio crédits/dépôts. Il est à noter que la majorité des banques de la place présentent un taux en dessous de la moyenne sectorielle de 108% demeurant sur la barre des 100% au 31/12/2017. À cet égard, la Banque Centrale de Tunisie incite les banques qui affichent des ratios très élevés à réduire progressivement leurs ratios crédits/dépôts et ce, à hauteur de 3% trimestriellement. Les banques ayant des ratios inférieurs ou égaux à 110% ne seront pas concernées par cette mesure.

**Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à une période donnée et sont donc susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que, par sa nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité incombe exclusivement à l'utilisateur. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucune manière de ses performances futures** ◀



**Etude réalisée par Maxula Bourse**  
DÉPARTEMENT RECHERCHES ET ANALYSES :  
**Maryem Mathlouthi**  
**Nawrez jaziri**  
**Maroua Dakhlaoui**



# FCPR MAX ESPOIR

Fonds Commun de Placement à Risque  
صندوق مشترك للتوظيف في رأس مال التنمية

Promoteurs:

**MAXULA  
GESTION**

Rue du lac Windermere, Emeraude Palace  
1053 Les berges du lac, Tunisie  
Tel: (+216) 71 963 116  
Fax: (+216) 963 302



**بنك الأمان  
AMEN BANK**

Avenue Mohamed V  
1002 Tunis, Tunisie  
Tel: (+216) 71 148 000  
Fax: (+216) 71 833 517

# Un nouveau site web, Pour vous faciliter la bourse



[www.maxulabourse.com.tn](http://www.maxulabourse.com.tn)