

dette extérieure de 5,7% s'explique par l'augmentation des taux de change des principales devises (euro, dollar et yen).

En revanche, l'encours de la dette intérieure a diminué de 3,7% suite à la baisse de l'encours des bons du Trésor émis par l'Etat.

ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE

Désignation	2008		2009		2010		2011 (L.F.C.)	
	En MDT	En % du total	En MDT	En % du total	En MDT	En % du total	En MDT	En % du total
Dette extérieure	14.559,9	60,9	14.715,7	58,4	15.550,5	60,7	17.593,0	59,6
En % du PIB	26,3		25,1		24,5		26,3	
Dette intérieure	9.366,6	39,1	10.474,3	41,6	10.089,1	39,3	11.935,8	40,4
En % du PIB	17,0		17,8		15,9		17,8	
Total	23.926,5	100,0	25.190,0	100,0	25.639,6	100,0	29.528,8	
En % du PIB	43,3		42,9		40,4		44,1	

SECTION 7 – MARCHE FINANCIER

L'activité du marché financier tunisien a été caractérisée, au cours de l'année 2010, par un maintien de la tendance haussière des principaux indicateurs boursiers et ce, en dépit d'un retournement de la tendance observé tout au long du dernier trimestre dans un contexte marqué, à l'échelle nationale, par le déclenchement, en fin d'année, de perturbations politiques et sociales qui ont eu des retombées négatives sur la conjoncture économique et sur l'évolution du marché financier ayant nécessité la suspension de la cotation en Bourse à deux reprises au début de l'année 2011.

L'évolution du marché financier en 2010 a été en ligne avec le dynamisme constaté au niveau de l'offre, reflété par le nombre des nouvelles introductions en Bourse et par le volume des émissions sur le marché primaire, conjugué aux performances positives affichées par les sociétés cotées qui ont renforcé la confiance des investisseurs quant à leurs potentialités futures.

La réunion de ces facteurs a induit un rendement positif de la Bourse de Tunis pour la huitième année consécutive avec une hausse du TUNINDEX de 19,1% (contre 48,4% en 2009) et une consolidation de la capitalisation boursière de 25% à 15.282 MDT, soit 24,1% du PIB au terme de l'année 2010.

Le marché financier a, en outre, permis aux sociétés de drainer 989 MDT par appel public à l'épargne (APE), un volume en légère hausse par rapport à celui enregistré en 2009 avec, toutefois, un recul de la contribution du marché au financement de l'investissement privé à 11,3% au titre de l'année 2010.

Parallèlement, l'épargne canalisée par les véhicules de collecte institutionnels s'est renforcée de 16,5% pour se situer, à la fin de 2010, à 5.107 MDT gérés par 97 organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), compte non tenu des fonds communs de placement à risque (FCPR).

Par ailleurs, trois nouvelles mesures ont touché le dispositif fiscal de la finance directe ; à savoir :

- la reconduction de l'avantage fiscal accordé aux sociétés s'introduisant en Bourse à travers l'allègement de la charge fiscale des entreprises ouvrant 30% au moins de leur capital au public par la réduction à 20% du taux de l'impôt sur les sociétés sur une période de cinq ans à compter de l'année d'admission qui doit intervenir avant la fin de 2014 et ce, à l'exclusion des sociétés opérant dans les domaines des télécommunications et des hydrocarbures (transport et raffinage)¹. Une telle mesure permettrait un accroissement de la profondeur du marché, une plus grande diversification du risque et une réduction des tensions spéculatives sur certains titres ;

¹ Cf. Loi n°2010-29 du 7 juin 2010 relative à l'encouragement des entreprises à l'admission de leurs actions à la Bourse.

- la rationalisation de l'exonération de la plus value provenant de la cession des titres cotés en imposant les plus values mobilières réalisées à court terme, tout en veillant à maintenir certaines exonérations prévues par la législation en vigueur, en vue de stabiliser l'épargne à moyen et long termes et de limiter les spéculations excessives sur le marché boursier¹ ;

- le relèvement du plafond des sommes déposées dans les comptes d'épargne en actions (CEA) déductibles du revenu imposable des personnes physiques de 20.000 à 50.000 dinars afin de stimuler l'épargne longue investie en valeurs mobilières².

PRINCIPAUX INDICATEURS BOURSIERS

(En MDT sauf indication contraire)

Désignation	2008	2009	2010	6 premiers mois de 2011
Emissions de l'Etat*	735	1.036	635	480
-Bons du Trésor assimilables (BTA) et Bons du Trésor à zéro coupon (BTZc)	612	783	469	319
-Bons du Trésor à court terme (BTCT)	123	253	166	161
Encours des bons du Trésor (fin de période)	5.973	6.162	5.849	6.175
-BTA et BTZc	5.850	5.921	5.683	6.002
-BTCT	123	241	166	173
Encours des bons du Trésor/PIB (en %)	10,8	10,5	9,2	9,1
Emissions des entreprises par APE				
Montants visés	640	1.055	1.029	81
- Augmentations de capital	266	330	269	31
- Emprunts obligataires	374	725	760	50
Fonds levés	644	976	989	163
- Augmentations de capital	252	301	289	6
- Emprunts obligataires	392	675	700	157
- Fonds communs de créances (FCC)	-	-	-	-
Contribution du marché financier au financement de la FBCF du secteur privé (en %)	8,1	12,1	11,3	-
Montant des transactions sur la cote de la bourse	2.109	1.814	2.702	574
- Titres de capital (a)	1.914	1.715	2.626	544
- Titres de créance	195	99	76	30
Nombre de sociétés cotées (en unités)	50	52	56	57
Capitalisation boursière (b)	8.301	12.227	15.282	13.210
Capitalisation boursière/PIB (en %)	15,0	20,8	24,1	19,6
TUNINDEX en points (base 1000 le 31/12/1997)	2.892,40	4.291,72	5.112,52	4.296,59
Taux de rotation annuel (a/b) (en %)	23,1	14,0	17,2	-
Taux de liquidité (en %)	63	58	59	60
Montant des transactions sur le marché hors-cote	48	40	48	3
Montant des enregistrements et déclarations	1.973	1.470	1.087	1.054
OPCVM (hors FCPR)**				
-Unités en activité	76	88	97	101
-Actifs nets	3.642	4.383	5.107	5.081

* Calculées sur la base des dates d'adjudication.

** Fonds commun de placement à risque.

Sources : Bourse des valeurs mobilières de Tunis et Conseil du marché financier

1) Financement de l'Etat et de l'investissement

Le marché primaire a été marqué, au cours de l'année 2010, par une poursuite du recours des sociétés à la finance directe contrastant avec un repli des tirages du Trésor. Le premier semestre de l'année 2011 a connu, pour sa part, un fléchissement des émissions des sociétés par appel public à l'épargne.

¹ Cf. Article 41 de la loi n°2010-58 du 17 décembre 2010, portant loi de finances pour l'année 2011, qui a introduit un impôt sur la plus value nette provenant de la cession des titres cotés acquis ou souscrits après le 1^{er} janvier 2011 et cédés avant l'expiration de l'année suivant celle de leur acquisition ou souscription.

² Cf. Article 4 du décret-loi n° 2011-28 du 18 avril 2011, relatif aux mesures fiscales et financières de soutien à l'économie nationale.

1-1 Emissions de l'Etat

Les émissions publiques ont totalisé 635 MDT (soit 42,3% du montant prévisionnel des émissions et 68,3% du montant annoncé des adjudications pour l'année 2010) à concurrence de 469 MDT ou 73,9% sous forme de bons du Trésor assimilables (BTA) et le reliquat sous forme de bons du Trésor à court terme (BTCT) à 52 semaines. Ces émissions ont été interrompues durant les quatre derniers mois de l'année 2010 en rapport avec une situation d'aisance de liquidité du Trésor dont le compte courant avait affiché un solde mensuel moyen de 816 MDT au titre de cette période contre un solde moyen de 560 MDT pour le reste de l'année.

Le mois de février 2011 a enregistré une reprise des émissions de l'Etat avec l'accroissement des besoins en liquidité du Trésor qui a opté pour une stratégie de financement à long terme avec une enveloppe globale des émissions, jusqu'à fin juin 2011, de 480 MDT (dont 319 MDT ou 66,5% sous forme de BTA) représentant 73,8% du montant prévisionnel des émissions au titre du premier semestre 2011, avec un solde mensuel moyen du compte du Trésor de 466 MDT pour la période.

1-2 Emissions des entreprises faisant appel public à l'épargne (APE)

Le recours des entreprises à la finance directe pour consolider leur assise financière s'est poursuivi au cours de l'année 2010, avec une enveloppe cumulée des fonds levés par appel public à l'épargne de 989 MDT.

Cependant, malgré cette évolution, la contribution du marché financier au financement de l'investissement privé a rompu avec la tendance haussière constatée au cours des dernières années pour revenir à 11,3% en 2010. L'effort de financement continue, en effet, à être dominé par les établissements de crédit avec une progression de l'encours des crédits professionnels de 17,5% à 32.353 MDT¹ en 2010.

Le dynamisme des émissions sur le compartiment obligataire s'est affirmé en 2010 avec une enveloppe globale des souscriptions de 700 MDT², dont 80 MDT au titre de l'emprunt subordonné ayant permis le renforcement des fonds propres complémentaires d'Amen Bank. Ces émissions ont été dominées par les établissements de crédit qui en ont accaparé 98,6%, contrastant avec une présence marginale des entreprises industrielles qui continuent de recourir au financement bancaire.

Les fonds levés sur le marché au titre des augmentations du capital des sociétés par APE se sont, pour leur part, élevés à 289 MDT en 2010 et ont notamment profité aux sociétés nouvellement introduites en Bourse par la mise sur le marché d'actions nouvelles³ (167 MDT), ainsi qu'à l'ATB (67,5 MDT) dans le sillage de l'accroissement de son volume d'activité et de la consolidation de sa part de marché.

Le **premier semestre de l'année 2011** a, en revanche, enregistré un recours limité des sociétés à la finance directe tel qu'en témoigne la faiblesse du nombre de visas accordés par le CMF⁴ et du volume des fonds mobilisés sur le marché qui s'est élevé à 157 MDT dont 110 MDT au titre de quatre emprunts obligataires visés en 2010 ; étant souligné que sur les deux emprunts visés en 2011, celui relatif à l'Arab international lease (AIL) n'a été souscrit qu'à hauteur de 17,2 MDT sur un montant visé de 20 MDT.

¹ Sans avals et cautions.

² Dont 50 MDT au titre de deux emprunts visés en 2009 et entièrement souscrits en 2010.

³ Assurances SALIM, Tunis Ré, Carthage Cement et Modern leasing.

⁴ Le CMF a donné son visa pour l'émission de deux emprunts obligataires (50 MDT) et à deux opérations d'augmentation du capital en numéraire (30,8 MDT).

2) Marché boursier

L'événement majeur relevé, au cours de l'année 2010, a consisté en la double cotation, pour la première fois, d'une société sur la Bourse de Tunis et sur une place boursière étrangère ; à savoir la société Ennakl introduite concomitamment à la Bourse de Tunis et à celle de Casablanca. La cote de la Bourse de Tunis a également été enrichie par l'introduction de trois autres valeurs (Assurances SALIM, Tunis Ré et Modern leasing) au marché principal et de Carthage Cement au marché alternatif ; ce qui a porté le nombre des sociétés cotées en Bourse à 56 unités au terme de l'année 2010.

Par ailleurs, l'évolution du marché boursier a été caractérisée en 2010 par la succession de deux phases :

- une phase de consolidation qui a perduré tout au long des neuf premiers mois de l'année dans le sillage des performances réalisées en 2009 et qui a enregistré une hausse du TUNINDEX de 32,4% grâce aux résultats croissants affichés par les sociétés cotées et à l'afflux de liquidités qui avaient fortement animé le marché à l'occasion des nouvelles introductions en Bourse à des niveaux de valorisation attrayants ayant suscité l'intérêt des investisseurs,

- une phase décroissante qui s'est étalée sur le dernier trimestre de l'année avec un repli de 10% de l'indice TUNINDEX induisant un rendement annuel limité à 19,1% en relation avec le projet d'imposition des plus values réalisées en Bourse sur le court terme.

Ce trend baissier s'est accentué, **dès le début de l'année 2011**, en raison des événements survenus entraînant une chute de la Bourse de 11% à mi-janvier 2011 et amenant les autorités du marché à suspendre la cotation ainsi que les opérations de souscription et de rachat de parts d'OPCVM à deux occasions¹ afin de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières et de préserver l'intégrité du marché et l'égalité entre les investisseurs. Néanmoins, ces suspensions et les communications financières des sociétés cotées quant à l'impact des événements survenus sur l'évolution de leur activité ainsi que leur engagement à respecter scrupuleusement les obligations de divulgation financière qui leur incombent n'ont pas réussi à restaurer la confiance des intervenants.

La tendance baissière s'est poursuivie jusqu'au mois de mai 2011 avec une régression de l'indice TUNINDEX de 19% depuis le début de l'année en rapport, notamment, avec le manque de visibilité quant à l'évolution de la conjoncture, des indicateurs d'activité mitigés relatifs au premier trimestre de l'année 2011 et la décision de certaines sociétés cotées de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'année 2010.

Cependant, des prémices de redressement ont été observés vers la fin du premier semestre 2011 avec un rendement positif de 4,3% réalisé par l'indice TUNINDEX au titre du mois de juin ; ce qui a limité les pertes enregistrées depuis le début de l'année à 16%.

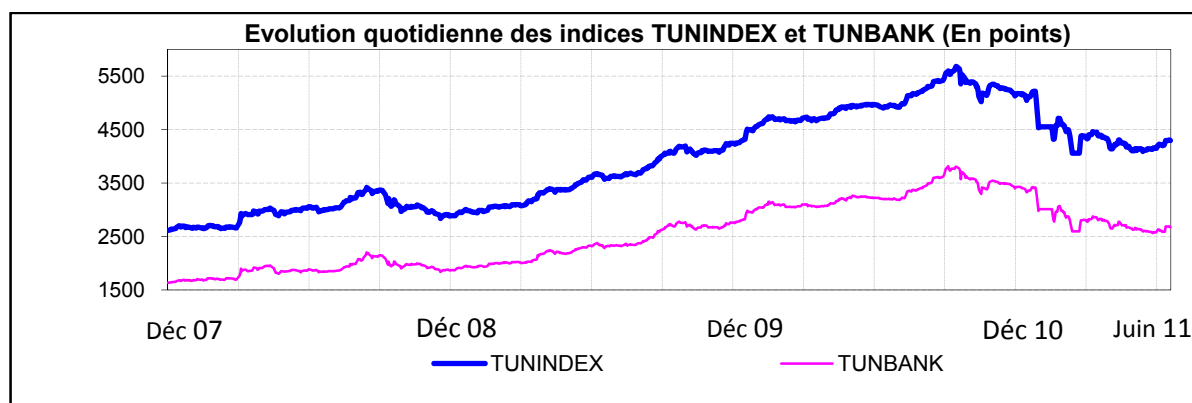
En dépit d'une conjoncture tendue, le mois de mai 2011 a enregistré l'introduction de «TELNET HOLDING» opérant dans le domaine des NTIC (Nouvelles technologies de l'information et de la communication) au marché principal ; ce qui a enrichi la base sectorielle de la cote par un nouveau secteur économique prometteur et porté le nombre des sociétés cotées à 57 unités.

Sur le plan sectoriel, tous les indices ont enregistré des rendements positifs au titre de l'année 2010 favorisés par la hausse du cours de 42 valeurs sur les 56 cotées à des taux variant entre 1,1% (Placement de Tunisie SICAF) et 136,5% (SERVICOM). La meilleure performance a été réalisée par le secteur financier- branche «services financiers» (+38,6%) sachant que la bonne tenue des valeurs bancaires a induit une hausse de 19,6% de l'indice TUNBANK. Le **premier semestre de l'année 2011** a pour sa part, enregistré une baisse générale des indices sectoriels

¹ Du 17 au 28 janvier puis du 28 février au 4 mars 2011.

(hormis l'indice «Bâtiment et matériaux de construction» qui a progressé de 0,2%) en rapport avec le repli des cours de 48 titres cotés ; l'indice TUNBANK ayant affiché la plus importante baisse (-20,4%).

Cette évolution est imputable, dans une certaine mesure, à l'incapacité de certaines entreprises, dont l'activité a été affectée par les événements qu'a connus le pays, à rembourser à temps les échéances de leurs crédits, ainsi qu'à l'exposition des banques, notamment publiques, aux risques relatifs aux sociétés et groupes de sociétés apparentés à l'ancien régime. Cette tendance baissière a également pesé sur l'activité du secteur du leasing (baisse des mises en force de 28% au premier trimestre 2011) ainsi que sur les sociétés d'assurance et de réassurance qui ont enregistré une détérioration de leur taux de sinistralité¹ en raison des troubles survenus.



Par ailleurs, la tendance haussière du marché et les nouvelles introductions en Bourse avaient propulsé la capitalisation boursière de 25% à 15.282 MDT (avec une part flottante de 27,5%, au terme de l'année 2010) avant qu'elle n'accuse une baisse de 13,6% pour se situer à 13.210 MDT à fin juin 2011.

La part des investisseurs étrangers dans la capitalisation boursière s'est repliée à 20,15% à fin décembre 2010 avec un flux net de leur intervention sur la cote de la Bourse de -142 MDT ; soit un volume d'acquisitions de 184 MDT contre des cessions de 326 MDT qui ont porté, en particulier, sur les titres de la BIAT suite à la cession d'un investisseur étranger de sa part au profit de l'investisseur stratégique dans le cadre de la restructuration du capital de ladite banque. En dépit de la poursuite de la sortie de ces investisseurs (solde net négatif de 19 MDT pour le premier semestre 2011), leur part dans la capitalisation du marché est demeurée stable à 20,16% témoignant du caractère stratégique des participations étrangères.

En outre, l'afflux de liquidités observé en 2010 a permis une dynamisation des échanges sur le marché secondaire, avec un volume annuel des transactions réalisées sur la cote de la Bourse en hausse de 49% à 2.702 MDT (dont 2.626 MDT sur les titres de capital) ; soit un taux de rotation annuel de 17,2% sur les titres de capital.

Les échanges de capitaux sur le compartiment hors-cote ont, pour leur part, totalisé 48 MDT alors que les opérations d'enregistrement et les déclarations ont été de 1.087 MDT et ont concerné, en particulier, les titres BIAT et TAV Tunisie SA.

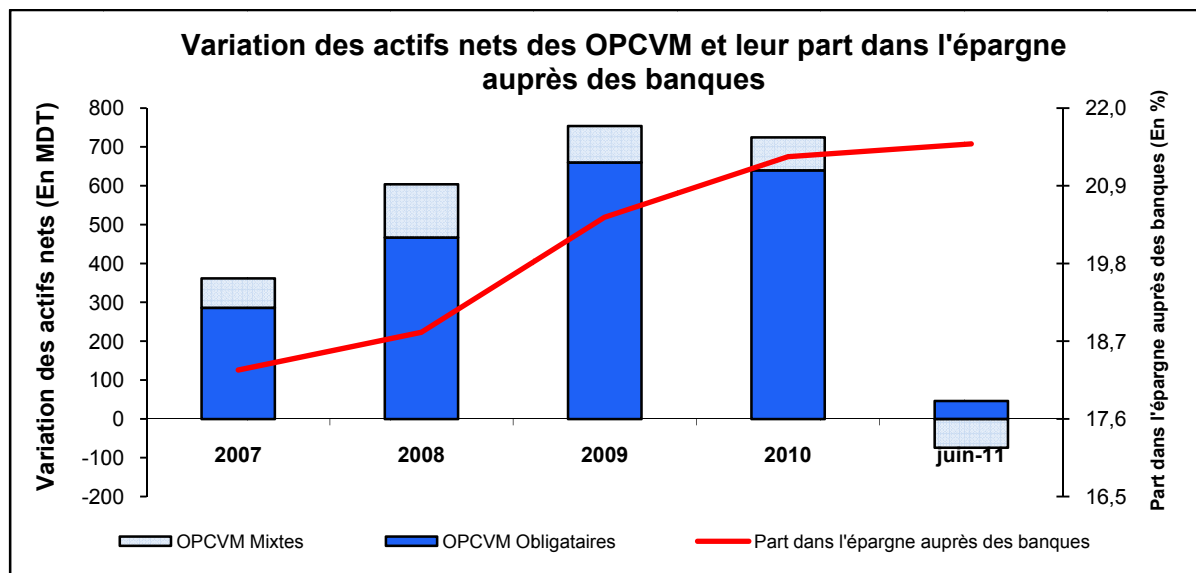
La suspension de la cotation ainsi que la méfiance des investisseurs et le manque de liquidité sur le marché ont induit un faible volume des échanges, **au cours du premier semestre de l'année 2011**, les transactions sur la cote de la Bourse n'ayant totalisé que 574 MDT, soit près de la moitié des transactions enregistrées au titre de la même période en 2010. Les opérations d'enregistrement et les déclarations se sont, quant à elles, élevées à 1.054 MDT dont 869 MDT

¹ Dédommagements versés/primes encaissées.

sur les titres de «Orascom Télécom Tunisie» dans le cadre de la cession de 25% du capital de ladite société.

3) Activité des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

L'année 2010 a été marquée par l'obtention de 20 OPCVM de l'agrément du Conseil du Marché Financier et par l'entrée en activité de 17 organismes, ce qui a porté le nombre total d'OPCVM actifs à 114, dont 17 FCPR, à la fin de décembre 2010.



L'examen d'un échantillon de 79 OPCVM¹ détenant 98% des actifs nets montre une prédominance des unités obligataires qui accaparent 89% de ces actifs nets. Il convient de signaler que 77% de ces actifs sont détenus par 10 unités.

La hausse de 15,6% de l'épargne collectée par ces véhicules, taux d'évolution sensiblement supérieur à celui enregistré par l'épargne bancaire, dénote d'un intérêt particulier de la part des investisseurs pour l'épargne institutionnelle dont la part a atteint 21% de l'épargne bancaire en 2010. Cette tendance a été confirmée par la hausse du nombre d'actionnaires et de porteurs de parts de 13,7% en 2010 pour une évolution moyenne de 10,6% au cours des cinq dernières années.

ACTIVITE DES OPCVM

Désignation	2009			2010		
	Obliga-taires	Mixtes	Total	Obliga-taires	Mixtes	Total
Nombre d'OPCVM	29	46	75	30	49	79
Actifs nets (en MDT)	3.851	500	4.351	4.459	569	5.028
Nombre d'actionnaires et de porteurs de parts	41.219	5.259	46.478	46.678	6.183	52.861

Sources : BCT et CMF

Sur un autre plan, les événements enregistrés au début de l'année 2011 ont eu pour conséquence une forte baisse des cours boursiers qui ont eu une influence négative sur les actifs nets des OPCVM mixtes (-12,5% au cours du premier semestre 2011). En revanche, l'actif net des OPCVM obligataires a poursuivi son ascension mais à un rythme plus faible (+1%).

¹ Hors Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR).

EFFETS EXPLICATIFS DE L'EVOLUTION DE L'ACTIF NET DES OPCVM

(En MDT)

Désignation	2009			2010		
	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total
Actif net fin de période	3.851	500	4.351	4.459	569	5.028
Actif net début de période	3.213	306	3.519	3.851	500	4.351
Effet collecte	+620	+141	+761	+590	+22	+612
Souscriptions	5.350	303	5.653	7.044	327	7.371
Rachats	-4.730	-162	-4.892	-6.454	-305	-6.759
Effet distribution	-130	-2	-132	-146	-3	-149
Effet prix	148	55	203	164	50	214
Total effets	638	194	832	608	69	677

Sources : BCT et CMF

La hausse de l'actif net des OPCVM au cours de l'année 2010 s'explique principalement par l'**effet collecte** de l'épargne par ces véhicules quoique à un rythme d'évolution moins rapide que celui de 2009 aussi bien pour les unités obligataires que mixtes, exprimant ainsi les craintes des investisseurs vis-à-vis du projet de modification de la fiscalité de la plus value mobilière.

En outre, l'**effet distribution** exprimant la baisse de la valeur de l'actif net des OPCVM induite par les opérations de distribution de dividendes a poursuivi son ascension à un rythme accéléré suite aux bonnes performances réalisées par les OPCVM en 2009.

De même, l'**effet prix** qui reflète les performances de gestion des OPCVM a poursuivi son ascension à un rythme moins accéléré suite notamment à la baisse des rendements des titres cotés en 2010 comparée à l'évolution exceptionnelle qu'ils ont connue en 2009.

TAUX DE RENDEMENT MOYEN DES OPCVM¹

(En %)

Désignation	2006	2007	2008	2009	2010
OPCVM obligataires	4,09	4,07	4,08	3,94	3,67
OPCVM mixtes	10,26	4,02	5,18	14,07	10,02

Source : CMF

Conséquemment, l'année 2010 a enregistré la baisse des rendements des OPCVM aussi bien mixtes qu'obligataires en rapport avec la décélération du rythme d'évolution du marché boursier et des rendements obligataires.

COMPOSITION DES ACTIFS GERES DES OPCVM

(En MDT)

Désignation	2009			2010		
	Obligataires	Mixtes	Total	Obligataires	Mixtes	Total
Valeurs mobilières à long terme	2.739	388	3.127	3.209	466	3.675
<i>dont :</i>						
-Actions	-	153	153	-	211	211
-Obligations de sociétés	892	60	952	1.256	60	1.316
-Titres de l'Etat	1.723	154	1.877	1.809	178	1.987
Placements bancaires	878	100	978	986	94	1.080
Autres valeurs mobilières à CT*	238	15	253	270	14	284
Total actifs gérés	3.855	503	4.358	4.465	574	5.039

* Billets de trésorerie et bons du Trésor à court terme.

Sources : BCT et CMF

En ce qui concerne la structure des actifs gérés par les OPCVM, elle demeure marquée par la prédominance des placements à long terme (73% des actifs gérés) notamment en titres de l'Etat (39% des actifs gérés). La part de ces derniers a connu une légère baisse en 2010 au profit des placements en titres de créances privées qui s'explique par le dynamisme du marché d'émission d'obligations privées comparé à celui des bons du Trésor.

¹ Il s'agit des taux de rendement de l'ensemble des OPCVM en activité à la fin de l'année.