

## VI. – LE MARCHE FINANCIER

Le marché financier tunisien a pu, grâce à la bonne réactivité des différents intervenants et à la vigilance des autorités monétaires et financières, réaliser des performances positives et résister de manière adéquate aux turbulences financières mondiales qui ont entraîné l'ébranlement de la confiance et l'assèchement des liquidités au niveau des marchés internationaux de capitaux.

Le marché des émissions a, en effet, permis aux entreprises de lever 644 MDT par appel public à l'épargne, dont 252 MDT à titre d'augmentations de capital, portant ainsi la contribution du marché au financement de la formation brute de capital fixe (FBCF) privée à 8,3% contre 7,5% en 2007. Par ailleurs et compte tenu des augmentations de capital réservées, qui ont atteint 171 MDT, les capitaux propres des entreprises faisant appel public à l'épargne ont été consolidés de 423 MDT.

De son côté, l'épargne collective a été renforcée par l'entrée en activité de 20 organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et l'augmentation des actifs nets de près de 20% pour se situer à 3.640 MDT au 31 décembre 2008.

Cette épargne institutionnelle a permis de consolider la part du financement direct de l'économie du fait que 67% des actifs des OPCVM étaient employés en actions cotées, titres longs de l'Etat et obligations émises par appel public à l'épargne (APE).

Durant l'année 2008, l'activité du marché boursier a été marquée par la succession de trois phases :

- une première phase, s'étalant sur les huit premiers mois de l'année, durant laquelle la tendance haussière s'est poursuivie pour la cinquième année consécutive, soutenue en cela par l'introduction de deux groupes, ARTES et POULINA GROUP HOLDING (PGH), valeurs à forte capitalisation, opérant dans des secteurs diversifiés et ayant contribué à favoriser la profondeur du marché,

- une baisse des indices boursiers, au cours d'une deuxième phase, amorcée à partir du mois de septembre, conséquemment à la sortie de certains fonds étrangers en quête de liquidités,

- une troisième phase marquée par une stabilisation relative des indices, à partir du mois de novembre, grâce aux différentes campagnes d'information menées, d'une part, par les autorités pour communiquer sur la quasi inexistence de canaux de transmission directs de la crise au secteur financier tunisien et, d'autre part, par les entreprises cotées, pour conforter les investisseurs quant à la qualité de leurs actifs et à leurs performances. Outre ces campagnes de communication, le renforcement de l'épargne institutionnelle par la création de deux fonds communs de placement sur l'initiative des banques et des sociétés d'assurances, pour un horizon d'investissement long, a permis d'atténuer la volatilité du marché.

La célérité, avec laquelle les autorités et les opérateurs ont réagi, a permis de dissiper les craintes et de rétablir la confiance au niveau du marché financier dont l'indice de capitalisation TUNINDEX a clôturé l'année 2008 sur un gain de 10,7%. Cette hausse, confortée par l'introduction de nouveaux titres de capital à la cote de la Bourse, a permis à la capitalisation boursière de s'élever à 16,5% du PIB, au terme de l'année 2008, contre 14,3% en 2007. De même, le taux de rotation annuel est passé de 12,8% en 2007 à 23,1% en 2008.

**PRINCIPAUX INDICATEURS BOURSIERS**

(En MDT sauf indication contraire)

Désignation	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Emissions de l'Etat*</b>	<b>2.596</b>	<b>1.631</b>	<b>1.495</b>	<b>1.480</b>	<b>735</b>
-Bons du Trésor assimilables (BTA) et Bons du Trésor à zéro coupon (BTZc)	1.916	1.137	1.009	945	612
-Bons du Trésor à court terme (BTCT)	680	494	486	535	123
<b>Encours des bons du Trésor (fin de période)</b>	<b>5.159</b>	<b>5.267</b>	<b>6.074</b>	<b>6.412</b>	<b>5.973</b>
-BTA et BTZc	4.448	4.776	5.577	5.868	5.850
-BTNB	51	27	10	0	0
-BTCT	660	464	487	544	123
<b>Encours des bons du Trésor/PIB (en %)</b>	<b>14,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,6</b>	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>
<b>Emissions des entreprises par APE*</b>					
<b>Montants visés</b>	<b>181</b>	<b>167</b>	<b>426</b>	<b>348</b>	<b>640</b>
- Augmentations de capital	70	67	198	94	266
- Emprunts obligataires	111	100	228	254	374
<b>Fonds levés</b>	<b>174</b>	<b>195</b>	<b>365</b>	<b>489</b>	<b>644</b>
- Augmentations de capital	70	64	164	126	252
- Emprunts obligataires	104	131	151	313	392
- Fonds commun de créances (FCC)	-	-	50	50	-
<b>Contribution du marché financier au financement de la FBCF du secteur privé (en%)</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>
<b>Montant des transactions sur la cote de la bourse</b>	<b>317</b>	<b>701</b>	<b>746</b>	<b>915</b>	<b>2.109</b>
- Titres de capital(a)	283	621	707	836	1.914
- Titres de créance	34	80	39	79	195
<b>Nombre de sociétés cotées (en unités)</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>50</b>
Capitalisation boursière(b)	3.085	3.840	5.491	6.527	8.301
Capitalisation boursière/PIB (en %)	8,8	10,2	13,3	14,3	16,5
TUNINDEX en points (base 1.000 le 31/12/1997)	1.331,82	1.615,12	2.331,05	2.614,07	2.892,40
Taux de rotation annuel(a/b) (en %)	9,2	16,2	12,9	12,8	23,1
Taux de liquidité (en %)	38	55	52	49	63
<b>Montant des transactions sur le marché hors-cote</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>48</b>
<b>Montant des enregistrements et déclarations</b>	<b>352</b>	<b>934</b>	<b>3.822**</b>	<b>788</b>	<b>1.973</b>
<b>Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (hors Fonds commun de placement à risque (FCPR))</b>					
-Unités en activité	34	35	44	57	76
-Actifs gérés	1.998	2.357	2.639	3.042	3.640

\* Calculées sur la base des dates d'adjudication.

\*\* Ce volume s'élève à 1.555 MDT, hors Tunisie Télécom.

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

La consolidation de l'épargne institutionnelle et de la profondeur du marché, conjuguée aux efforts des intervenants et des autorités opérant dans la sphère financière, constituent des facteurs ayant contribué au renforcement de la résilience du marché financier et à la préservation de la stabilité financière qui a été consacrée par les statuts de la BCT, depuis 2006, qui ont placé la préservation de la stabilité et de la sécurité du système financier, au cœur des missions de la Banque et qui l'ont dotée, en outre, d'un cadre légal pour sa coopération avec les autres autorités nationales et étrangères de supervision du secteur financier.

## **I – ACTIVITE DU MARCHE FINANCIER**

### **1) Le marché primaire**

Au niveau du marché primaire, l'année 2008 a été caractérisée par une contraction des émissions de l'Etat et un affermissement des émissions par appel public à l'épargne des entreprises.

#### **a) Les émissions de l'Etat**

L'année 2008 a été marquée par une irrégularité des émissions, avec une interruption des tirages du Trésor de février à septembre 2008, hormis une seule émission de bons du Trésor assimilables (BTA), enregistrée au cours du mois de juin. Ceci s'est traduit par une baisse de 50,3% des émissions de l'Etat qui sont revenues à 735 MDT en 2008, contre 1.480 MDT, une année auparavant.

Le dernier trimestre de l'année a enregistré un retour aux émissions du Trésor au cours duquel près de 77% des capitaux ont été levés. De même, et pour répondre au besoin de structuration de produits d'épargne à long terme au niveau des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, des sociétés d'assurances et des autres institutionnels, l'Etat a repris l'émission de bons du Trésor à zéro coupon (BTZc) pour 146 MDT.

S'agissant de la structure des émissions publiques, la part des émissions à moyen et long terme s'est nettement renforcée pour représenter 83,3% de l'ensemble de l'enveloppe collectée contre 63,9 %, une année auparavant.

Concernant la répartition par échéance des émissions, l'Etat a poursuivi le tirage exclusif sur la maturité de 52 semaines, pour les bons du Trésor à court terme (BTCT), et la diversification des émissions de BTA et de BTZc qui ont concerné 5 lignes anciennes, ayant des maturités de 6, 10 et 15 ans pour 511,6 MDT, et la création d'une nouvelle ligne -BTZc décembre 2018- sur laquelle les tirages du Trésor se sont élevés à 100,4 MDT.

Les tirages effectués ont montré une préférence marquée pour les lignes de 10 ans qui se sont adjugées 68,8% du volume global des émissions de BTA et BTZc.

Compte tenu de ces émissions et des remboursements effectués au cours de l'exercice, l'encours de la dette publique intérieure matérialisée par des valeurs mobilières est revenu à 5.973 MDT, à la fin de 2008, contre 6.412 MDT au terme de l'année 2007.

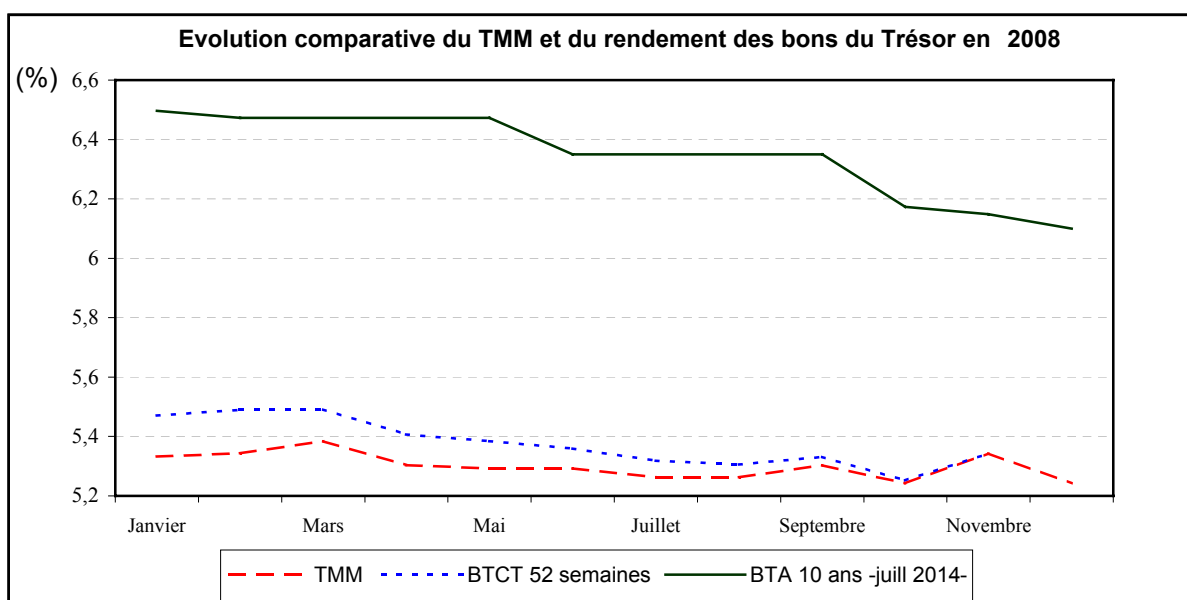
La durée de vie moyenne de la dette publique intérieure s'est, quant à elle, établie, à la fin de 2008, à 4 ans, 6 mois et 19 jours<sup>1</sup>, niveau sensiblement identique à celui enregistré au cours de l'année précédente.

Les taux moyens pondérés (TMP) à l'émission, par ligne, des BTA ont évolué dans une fourchette allant de 5,62% pour les BTA à 6 ans à 7,1% pour les BTA à 15 ans, alors que les TMP à l'émission des BTZc ont été de 6,38% pour la ligne BTZc octobre 2016 et de 6,43% pour la ligne BTZc décembre 2018.

Pour ce qui est du rendement des bons émis, les taux actuariels ou interpolés dégagent un trend baissier qui s'est accentué en fin d'année.

---

<sup>1</sup> Soit une durée de vie moyenne, au 31 décembre 2008, de 4 ans, 7 mois et 18 jours (contre 4 ans, 10 mois et 29 jours en 2007) pour les BTA et de 9 mois et 20 jours (contre 6 mois en 2007) pour les BTCT.



Source : Courbe des taux publiée par le CMF

La tendance baissière a concerné aussi bien les BTA et BTZc que les BTCT. En effet, le rendement des BTCT a baissé pour se confondre avec le taux moyen du marché monétaire (TMM) à la fin de l'année et ce, malgré le fait que ces taux se rapportent à des horizons temporels différents.

Parallèlement, la différence entre le rendement des BTA et le TMM s'est rétrécie de plus de 30 points de base.

#### **b) Les émissions des entreprises faisant appel public à l'épargne**

Les émissions des entreprises par appel public à l'épargne se sont inscrites en hausse pour l'année 2008 en raison de l'affermissement du volume des émissions obligataires et la consolidation des capitaux propres réalisée à travers les augmentations de capital en numéraire.

#### **EMISSIONS DES ENTREPRISES FAISANT APE**

(En MDT sauf indication contraire)

Désignation	2006	2007	2008	Variations	
				2007/2006	2008/2007
<b>Emissions de titres de capital</b>					
- Capitaux levés par APE	<b>164</b>	<b>126</b>	<b>252</b>	<b>-38</b>	<b>126</b>
<i>dont : banques</i>	138	93	119	-45	26
-Nombre d'opérations	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>6</b>	<b>4</b>
<i>dont : banques</i>	3	2	2	-1	0
- Capitaux levés sans recours à l'APE	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>171</b>	<b>0</b>	<b>163</b>
<i>dont : banques</i>	0	0	20	0	20
- Augmentations de capital par incorporation des réserves	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>9</b>	<b>-1</b>
<i>dont : banques</i>	25	10	6	-15	-4
<b>Emissions de titres de créance</b>					
- Capitaux levés	<b>151</b>	<b>313</b>	<b>392</b>	<b>162</b>	<b>79</b>
<i>dont : banques</i>	83	197	210	114	13
<i>leasing et factoring</i>	60	102	163	42	61
-Nombre d'opérations	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>6</b>
<i>dont : banques</i>	3	2	4	-1	2
<i>leasing et factoring</i>	4	7	10	3	3

Source : CMF

**Au niveau du compartiment obligataire**, le dynamisme observé au cours des dernières années s'est poursuivi en 2008 avec la levée de 392 MDT contre 313 MDT en 2007 et ce, grâce à 16 nouvelles émissions visées et totalement souscrites au cours de l'année pour 374 MDT ; le reliquat, soit 18 MDT, ayant été levé au titre d'emprunts visés en 2007.

L'analyse par nature des émetteurs montre que les établissements de crédit demeurent les principaux offreurs de titres sur le compartiment obligataire. Sur les 16 emprunts émis en 2008, 4 l'ont été par des banques, 9 par des compagnies de leasing et un par un établissement de factoring pour une enveloppe cumulée de 355 MDT ; le reliquat ayant été émis par une société industrielle pour 5 MDT et par une société hôtelière pour 14 MDT. Ces deux emprunts ont été émis sur 7 ans dont 2 années de grâce, moyennant des garanties bancaires, et à des taux fixes de 6,4% et 6,5%.

Une partie des émissions des établissements de crédit a permis de renforcer leurs fonds propres complémentaires grâce au lancement de 3 emprunts obligataires subordonnés pour 65 MDT<sup>1</sup>.

Concernant la durée des emprunts émis par les établissements de crédit, ceux lancés par les établissements de leasing et de factoring l'ont été pour une durée de 5 ans, à l'exception des emprunts subordonnés émis sur 10 ans, alors que ceux initiés par les banques ont porté sur des durées nettement plus longues allant jusqu'à 25 ans.

Lors de ces émissions, les établissements de crédit ont offert aux souscripteurs l'option de choisir entre des taux d'intérêt fixes et des taux indexés sur le TMM à l'occasion de 9 émissions. L'option de choix entre différents taux indexés sur le TMM et variant selon la maturité a été accordée à l'occasion d'une seule émission ; alors que pour les 4 autres emprunts, les taux proposés étaient fixes ; ces emprunts ayant été particulièrement initiés par les banques pour des maturités de 15 ans et plus.

Le comportement de ces banques est motivé par leur souci de conformer les caractéristiques de leurs ressources à celles de leurs emplois notamment en ce qui concerne les crédits à l'habitat ayant une durée initiale supérieure à 15 ans, qui doivent être octroyés à taux fixe<sup>2</sup>.

Pour les émetteurs ayant offert le choix aux investisseurs entre un taux fixe et un taux variable, les souscriptions opérées montrent une préférence pour le taux fixe du fait que sur les 135 MDT émis selon cette formule, 73% ont été souscrits à des taux fixes.

Par ailleurs, il y a lieu de relever une faible sensibilité des souscripteurs au risque mesuré par la notation des émissions pour les emprunts obligataires ayant la même durée de vie moyenne.

S'agissant de la nature des souscripteurs aux emprunts obligataires, la part des institutionnels est passée de 94,9% en 2007 à 96,2% en 2008. En effet, les OPCVM et les sociétés d'investissement et d'assurances ont continué à être les plus actifs du fait qu'ils se sont adjugés 83,5% des émissions en 2008 et 76,3% en 2007. En revanche, les banques ont été moins actives au niveau du marché obligataire puisqu'elles n'ont souscrit qu'à concurrence de 12,7% du montant des émissions en 2008 contre 18,6% en 2007.

---

<sup>1</sup> Il s'agit des emprunts obligataires subordonnés émis par Amen bank (40 MDT), ATL (15 MDT) et CIL (10 MDT).

<sup>2</sup> Cf. Circulaire de la BCT aux banques n°2007-25 du 19 novembre 2007, relative aux modalités d'octroi, de contrôle et de refinancement des crédits.

Les souscriptions opérées par les personnes physiques et les autres personnes morales ont, quant à elles, été de 3,8% en 2008 contre 5,1% en 2007.

#### CARACTERISTIQUES DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES EMIS PAR LES ETABLISSEMENTS DE CREDIT

<b>Emprunts obligataires émis par des établissements de leasing</b>						
Emprunt	Date de visa	Durée (années)	Montant levé (MDT)	Taux à l'émission (en %)	Notation	Durée de vie moyenne (années)
Unifactor 2008	08/02/2008	5	1,35 8,65	TMM+1 6,5	BB+	3
TL 2008-1	04/04/2008	5	1 14	TMM+1 6,5	BBB+	3
HL 2008-1	14/04/2008	5	2 8	TMM+1,65 6,9	BB	3
ATL 2008-1	18/04/2008	5	4 26	TMM+0,75 6,5	BBB	3
AIL 2008	15/07/2008	5	10	6,5	BBB+	3
CIL 2008-1	17/07/2008	5	2,5 12,5	TMM+1,125 6,5	BBB	3
ATL 2008 (subordonné)	24/07/2008	10 dont 5 ans de franchise	14 1	TMM+1,5 7	BB+	
TL 2008-2	15/08/2008	5	4 11	TMM+1 6,5	BBB+	3
TL 2008-3	05/11/2008	5	4,5 10,5	TMM+1 6,5	BBB+	3
CIL 2008 (subordonné)	01/12/2008	10 dont 5 ans de franchise	10	TMM+1,5 7,25	BB+	
<b>Emprunts obligataires émis par des banques</b>						
AB(subordonné)	04/04/2008	15 (Catg. A) 20 (Catg. B)	20 20	6,5 7		8 10,5
STB 2008-1	18/04/2008	10 (Catg. A) 16 (Catg. B) 20 (Catg. C) 25 (Catg. D)	0 9 6 35	TMM+1 TMM+1,5 TMM+1,75 TMM+2		5,5 8,5 10,5 13
BH 2008	18/04/2008	15 (2 ans franchise)	70	7		8,994
Attijari 2008	10/12/2008	15 (Catg. A) 20 (Catg. B)	40 10	6,85 7		11,1 15,89

TMM = Taux moyen du marché monétaire.

**Concernant les émissions de titres de capital des sociétés réalisées par APE**, les augmentations de capital en numéraire, visées en 2008, se sont inscrites en nette hausse et ont porté sur une enveloppe de 266 MDT contre 94 MDT au titre de l'année précédente.

Elles ont notamment permis la consolidation des fonds propres de Poulina groupe holding (PGH) à hauteur de 99 MDT, dans le cadre de son introduction en Bourse et de deux banques de la place, à savoir l'UIB et l'ATB, pour des montants de 70 MDT et 49 MDT, respectivement.

L'introduction de PGH s'est faite au cours du mois d'août par l'ouverture de son capital au public à hauteur de 10% à l'occasion de son augmentation.

Compte tenu des montants levés en 2008 au titre d'une opération visée en 2007, pour 5 MDT et de la libération partielle de l'augmentation de capital des sociétés d'investissement<sup>1</sup>, l'apport en argent frais au titre des augmentations de capital des sociétés par APE a été de 252 MDT en 2008.

<sup>1</sup> Il s'agit de la libération de moitié à la souscription de l'augmentation en numéraire du capital de SODINO SICAR (12 MDT) et de l'augmentation en numéraire du capital de SODIS SICAR (13 MDT), à libérer du quart à la souscription, qui s'est étalée jusqu'en mars 2009.

Le montant global des fonds levés par recours à l'appel public à l'épargne s'est, par conséquent, élevé à 644 MDT (soit 252 MDT de titres de capital et 392 MDT de titres de créance) pour l'année 2008 ; soit une contribution au financement de la formation brute de capital fixe (FBCF) du secteur privé à hauteur de 8,3%, contre 7,5% en 2007 ; contribution qui, bien que continuant à progresser de manière soutenue depuis 2003, est demeurée en-deçà des objectifs tracés.

Outre ces émissions par appel public à l'épargne, et compte tenu des augmentations de capital réservées<sup>1</sup>, les capitaux propres des sociétés faisant APE ont été renforcés de 423 MDT en 2008. Ces augmentations ont essentiellement concerné la compagnie d'assurances STAR, qui a réservé l'augmentation de son capital au nouveau partenaire stratégique GROUPAMA ; ainsi que l'UIB qui a réservé l'émission de certificats d'investissement à son actionnaire de référence SOCIETE GENERALE.

Les augmentations de capital par incorporation des réserves ont, quant à elles, été au nombre de 13 opérations pour un montant global de 45 MDT en 2008, soit pratiquement le même volume enregistré une année auparavant (46 MDT).

## **2) Le marché secondaire**

Le marché principal de la cote de la Bourse a été enrichi, au cours de l'année 2008, par l'introduction de deux sociétés qui ont renforcé la capitalisation boursière de 1.240 MDT représentant près de 15% de la capitalisation globale du marché au 31 décembre 2008.

En effet, et outre l'admission des titres de PGH, à l'occasion de l'augmentation de son capital, l'année 2008 a vu l'introduction des titres de capital de la société ARTES, au cours du mois d'avril, à travers une offre à prix ferme (OPF) portant sur 16,18% du capital, un placement garanti de 14% et un placement privé de 9,42% de ces titres.

En revanche, trois sociétés ont été radiées de la cote de la Bourse suite à des offres publiques de retrait (OPR) initiées par les actionnaires détenant plus de 95% du capital de la société d'assurances CARTE, de la société EL MAZRAA et de KARTHAGO AIRLINES.

Le nombre des sociétés cotées en Bourse est, par conséquent, revenu à 50 unités à la fin de 2008, contre 51 au terme de l'année 2007.

Par ailleurs, la Bourse de Tunis a réalisé, pour l'année 2008, une performance positive et ce, en dépit de l'aggravation de la crise financière internationale.

Dans ce contexte, les indices boursiers ont entamé l'année 2008 par une hausse qui s'est poursuivie tout au long des huit premiers mois en relation avec les bonnes performances affichées par les sociétés cotées et des nouvelles introductions en Bourse qui ont connu un franc succès auprès des investisseurs ; l'indice de capitalisation TUNINDEX ayant atteint son plus haut niveau historique le 9 septembre à 3.418,13 points, soit un gain de 30,8% depuis le début de l'année.

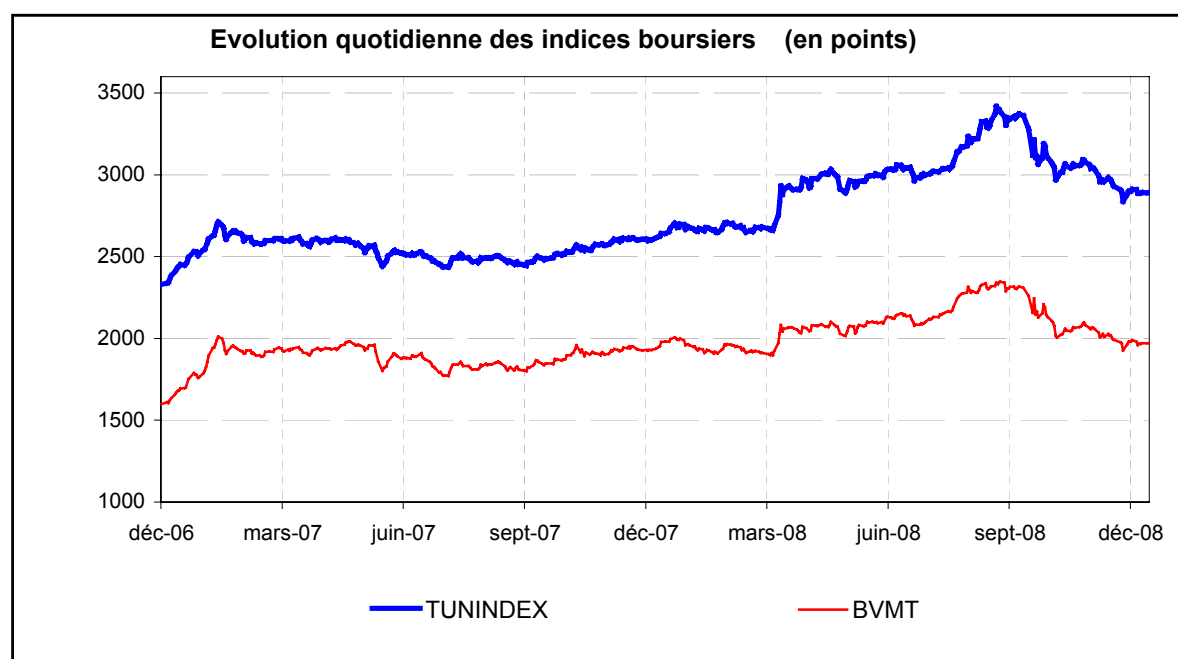
A partir de mi-septembre, et suite à l'aggravation de la crise financière mondiale, le marché est entré dans une phase baissière accompagnée d'une grande volatilité où l'indice TUNINDEX a perdu, entre le 9 septembre et le 23 octobre, 13,1%.

Depuis la fin du mois d'octobre, l'indice de capitalisation s'est relativement stabilisé grâce aux efforts mis en œuvre pour renforcer les véhicules d'épargne institutionnelle, aux

---

<sup>1</sup> Les émissions de capital en numéraire sans recours à l'APE réalisées en 2008 ont concerné la STAR (132 MDT), l'UIB (20 MDT), Hannibal lease (11 MDT), GAT (5 MDT) et la Société d'assurances Lloyd (2,5 MDT).

campagnes d'information initiées par les autorités et à la multiplication des communications financières des sociétés visant à rassurer les investisseurs en Bourse.



Ceci a permis à l'indice TUNINDEX de clôturer l'année 2008 sur un gain de 10,7% à 2.892,4 points, contre une performance de 12,1% au titre de l'année 2007.

#### EVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICATEURS DU MARCHÉ SECONDAIRE

Désignation	Valeur		Variations en %			
	2007	2008	Jusqu'au 9 Sept.	Du 9 Sept. au 23 Oct.	Du 23 Oct. au 31 Déc.	Année 2008
-TUNINDEX (en points)	2.614,07	2.892,40	30,8	-13,1	-2,6	10,7
-Indice BVMT (en points)	1.936,78	1.971,34	20,8	-13,8	-2,2	1,8
-Capitalisation boursière (en MDT)	6.527	8.301	48,9	-12,0	-3,0	27,2

*Source : BVMT*

L'indice BVMT a, quant à lui, atteint un pic annuel à 2.346,11 points le 12 septembre, soit un gain de 21,1% depuis le début de l'année, pour revenir à 1.971,34 points à la fin de décembre 2008, soit un rendement annuel de 1,8% contre 21,1% en 2007.

S'agissant des performances sectorielles, les indices relatifs aux sociétés financières, banques, services financiers, services aux consommateurs et à l'automobile et équipements ont affiché des rendements positifs compris entre 13,8% et 57,2%, le meilleur rendement ayant été réalisé par l'indice "Services financiers". Les autres indices, à savoir ceux concernant les biens de consommations, les industries, les matériaux de base et le bâtiment et matériaux de constructions ont enregistré des baisses allant de 7,4% à 15,4%, avec un rendement négatif de 10,6% pour le nouvel indice "Matériaux de base" diffusé à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2008<sup>1</sup>.

Concernant les transactions sur la cote de la Bourse, le montant des échanges a plus que doublé, passant, d'une année à l'autre, de 915 MDT à 2.109 MDT.

<sup>1</sup> Cet indice est composé des valeurs Air liquide de Tunisie, Alkimia, ICF et TPR.

A l'instar des années précédentes, ces échanges ont été largement dominés par les transactions sur les titres de capital qui ont atteint 1.914 MDT en 2008, soit une moyenne journalière de 7,8 MDT, contre 836 MDT et 3,4 MDT, respectivement, au titre de l'année 2007. Le taux de rotation annuel s'est, par conséquent, établi à 23,1% en 2008 contre 12,8%, une année auparavant.

Parallèlement, le nombre des titres de capital traités sur la cote de la Bourse s'est nettement accru totalisant 159 millions de titres en 2008, contre 69 millions en 2007 et celui des contrats passés s'est établi à 313 mille contrats contre 224 mille en 2007.

#### TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE

(En MDT sauf indication contraire)

Désignation	2006	2007	2008	Variations en %	
				2007/2006	2008/2007
<b>Echanges sur les valeurs admises à la cote de la Bourse</b>					
- <b>Titres de capital*</b>					
.Montants échangés	707	836	1.914	129	1.078
dont : transactions de bloc	100	278	679	178	401
.Nombre de titres échangés (en milliers)	55.839	69.308	159.188	13.469	89.880
.Nombre de contrats (en milliers)	212	224	313	12	89
- <b>Titres de créance</b>					
.Montants échangés	39	79	195	40	116
.Nombre de titres échangés (en milliers)	194	346	13.651	152	13.305
<b>Echanges sur le marché hors-cote</b>					
- <b>Titres de capital</b>					
.Montants échangés	39	41	48	2	7
.Nombre de titres échangés (en milliers)	1.954	2.440	2.953	486	513
- <b>Titres de créance</b>	-	-	-	-	-
<b>Enregistrements et déclarations</b>					
.Montants des transactions	3.822**	788	1.973	-3.034	1.185

\* Marché principal et marché alternatif.

\*\* Ce montant s'élève à 1.555 MDT, hors Tunisie Télécom.

Source : BVMT

Les échanges les plus importants ont porté sur les valeurs bancaires BT (373 MDT) et Attijari Bank (253 MDT) ainsi que sur les titres ARTES (168 MDT) et PGH (122 MDT) qui ont accaparé 48% du volume global des échanges de titres de capital. Les transactions de bloc ont totalisé une enveloppe de 679 MDT pour 124 opérations en 2008 contre 278 MDT et 53 opérations en 2007.

Il y a lieu de souligner que le dernier trimestre de l'année continue à enregistrer un volume soutenu de transactions du fait qu'il a accaparé 39% des échanges sur les titres de capital en 2008, contre 41,8% au titre du dernier trimestre 2007.

Les nouvelles introductions en Bourse, l'émission de nouvelles actions, à l'occasion des différentes augmentations de capital, ainsi que la hausse des cours de la plupart des actions cotées ont permis un accroissement de la capitalisation boursière de 27,2% par rapport à son niveau atteint au terme de l'année 2007. Celle-ci s'est établie à 8.301 MDT, soit 16,5% du PIB à la fin de l'année 2008, contre 6.527 MDT représentant 14,3% du PIB, une année auparavant.

La capitalisation boursière demeure dominée par les sociétés financières dont la part s'est établie à 72% à la fin de 2008, en relation notamment avec l'introduction en Bourse de la holding financière PGH dont la capitalisation a été de 1.007 MDT au terme de 2008, soit 12,1% de la capitalisation globale du marché.

La part du secteur bancaire dans la capitalisation du marché est revenue de 55% en 2007 à 49% à la fin de l'année 2008.

Pour ce qui est de l'évolution des cours des titres cotés, la tendance du marché a été globalement haussière, 30 valeurs ayant affiché des rendements annuels positifs compris entre 0,6% et 166,1%. En revanche, les cours des 20 valeurs cotées restantes ont accusé un repli allant de 0,5% à 57,8%.

La meilleure performance a été réalisée par le titre STAR pour la deuxième année consécutive en relation avec l'entrée d'un partenaire stratégique étranger dans son capital et les bonnes performances réalisées au titre de l'exercice 2007 et du premier semestre de l'année 2008.

Les transactions sur le compartiment obligataire sont, quant à elles, demeurées faibles par rapport à l'encours des titres de créance négociables sur la cote de la bourse en se limitant en 2008 à 195 MDT, dont 117 MDT sur les BTA, contre 79 MDT et 72 MDT, respectivement, une année auparavant et ce, malgré l'enrichissement de la cote obligataire par l'introduction de 18 nouveaux emprunts.

Les transactions réalisées sur le compartiment hors-cote ont, pour leur part, totalisé 48 MDT en 2008 contre 41 MDT en 2007 alors que les opérations d'enregistrement et les déclarations se sont nettement consolidées pour atteindre 1.973 MDT en 2008 contre 788 MDT une année auparavant.

Concernant l'investissement étranger en portefeuille, l'année 2008 a été marquée par la sortie de certains fonds d'investissement étrangers à court de liquidité qui ont procédé à la liquidation de leurs positions suite à l'aggravation de la crise financière mondiale. La part des étrangers dans la capitalisation boursière est, par conséquent, revenue de 28% en 2007 à 24,7% au terme de l'année 2008.

Toutefois, compte tenu des nouvelles introductions en Bourse, des radiations de titres de la cote ainsi que des augmentations de capital de certaines sociétés cotées, la part corrigée des étrangers dans la capitalisation boursière s'est maintenue quasiment au même niveau corrigé enregistré à la fin de 2007. L'intervention pour le compte de ces investisseurs sur le marché secondaire s'est soldée par un flux net négatif de 48 MDT pour l'année 2008 contre un solde positif de 14 MDT en 2007.

Néanmoins, l'analyse de l'ensemble des opérations effectuées pour le compte des étrangers sur les titres de capital des sociétés cotées indique un flux net positif de 221 MDT compte tenu de l'intervention de ces investisseurs sur le marché des émissions qui a permis la consolidation des fonds propres des sociétés de 269 MDT<sup>1</sup>.

En outre, les opérations d'enregistrement réalisées pour le compte des étrangers ont dégagé un solde net positif de 274 MDT. De ce fait, le flux net des capitaux au titre de l'intervention de ces investisseurs sur les titres de capital des sociétés anonymes est ressorti positif à 495 MDT.

## **II – ACTIVITE DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIERES (OPCVM)**

L'année 2008 a été marquée par l'octroi de l'agrément à trois SICAV et à six fonds communs de placement (FCP) dont deux fonds à capital garanti et deux dédiés aux titulaires de comptes épargne en actions (CEA). Le CMF a également accordé son agrément à un

---

<sup>1</sup> Augmentation du capital de POULINA lors de son introduction en Bourse, de l'UIB, de la STAR et de l'ATB.

nouveau fonds commun de placement à risque (FCPR) d'un capital de 10 MDT, ce qui porte à dix le nombre des FCPR agréés à la fin de 2008.

En outre, l'entrée en activité de treize OPCVM mixtes, de six OPCVM obligataires et d'un FCPR, au cours de l'année 2008, a porté le nombre total des OPCVM actifs à 86 dont dix FCPR.

L'augmentation de 19 unités du nombre de véhicules d'épargne, destinés à être investis principalement en valeurs mobilières émises par appel public à l'épargne, a été accompagnée d'une hausse du nombre de leurs actionnaires et porteurs de parts de 5,2% pour s'établir à 42.534 investisseurs détenant un actif net de 3.640 MDT, soit une hausse de 19,7% par rapport à son niveau de la fin de 2007. Ce niveau d'évolution, sensiblement supérieur à celui enregistré par l'épargne nationale, dénote d'un engouement particulier de la part des investisseurs pour cette épargne institutionnelle qui constitue un élément important contribuant à la limitation de la volatilité des indices boursiers. C'est d'ailleurs dans ce cadre que s'est inscrite l'initiative des banques et des sociétés d'assurance de créer, en octobre 2008, deux fonds communs de placement de type mixte dotés de 50 MDT chacun.

L'analyse de l'épargne collective en valeurs mobilières, à travers les données relatives à 61 organismes couvrant plus de 95% de l'actif total des OPCVM en activité, confirme la prédominance des unités obligataires dont la part a représenté 92,8% de ces actifs à la fin de 2008.

#### EVOLUTION DE L'ACTIVITE DES OPCVM ETUDIES<sup>1</sup>

Désignation	2007			2008		
	Obliga-taires	mixtes	Total	Obliga-taires	mixtes	Total
Nombre d'OPCVM étudiés	24	29	53	28	33	61
Actifs nets en MDT	2.773	224	2.997	3.227	251	3.478
Nombre d'actionnaires et de porteurs de parts	36.119	3.931	40.050	38.063	4.007	42.070
Actifs nets par actionnaire ou porteur de part en MDT	77	57	75	85	63	83

**S'agissant de la concentration de l'actif net des OPCVM**, elle montre que, sur les 28 organismes obligataires, six unités dont l'actif net dépasse 180 MDT ont accaparé 70% de l'ensemble des actifs. De même sur les 33 OPCVM mixtes, cinq unités dont l'actif net dépasse 10 MDT ont accaparé près de 75% de l'ensemble des actifs.

Quant à la taille moyenne des OPCVM, elle s'est maintenue à la fin de 2008 à 115,3 MDT et 7,6 MDT respectivement pour les unités obligataires et mixtes. Néanmoins, le nombre moyen d'actionnaires par unité a diminué d'une année à l'autre du fait de l'accroissement des unités étudiées dont plusieurs ciblent les investisseurs selon leur profil de risque.

<sup>1</sup> Les statistiques ainsi que l'analyse se rapportent aux 61 OPCVM dont les données relatives à l'année 2008 étaient disponibles lors de l'élaboration du présent rapport.

## REPARTITION DES OPCVM PAR TAILLE

Désignation	2007				2008			
	Nombre OPCVM	Actif net en MDT	Actif net moyen en MDT	Nombre moyen d'actionnaires	Nombre OPCVM	Actif net en MDT	Actif net moyen en MDT	Nombre moyen d'actionnaires
<b>OPCVM Obligataires</b>								
< 20 MDT	7	51	7,3	118	11	102	9,3	128
[ 20 à 60 MDT [	6	207	34,5	313	6	223	37,2	370
[ 60 à 180 MDT [	5	573	114,6	1.273	5	638	127,6	1.348
> 180 MDT	6	1.942	323,7	4.509	6	2.264	377,3	4.617
<b>Sous-total</b>	<b>24</b>	<b>2.773</b>	<b>115,5</b>	<b>1.505</b>	<b>28</b>	<b>3.227</b>	<b>115,3</b>	<b>1.359</b>
<b>OPCVM Mixtes</b>								
< 1 MDT	7	3	0,4	17	9	4	0,4	12
[ 1 à 3 MDT [	12	27	2,3	137	13	25	1,9	122
[ 3 à 10 MDT [	5	32	6,4	173	6	33	5,5	203
> 10 MDT	5	162	32,4	259	5	189	37,8	219
<b>Sous-total</b>	<b>29</b>	<b>224</b>	<b>7,7</b>	<b>136</b>	<b>33</b>	<b>251</b>	<b>7,6</b>	<b>121</b>
<b>Total général</b>	<b>53</b>	<b>2.997</b>	<b>56,5</b>	<b>756</b>	<b>61</b>	<b>3.478</b>	<b>57,0</b>	<b>690</b>

S'agissant des effets explicatifs de l'accroissement des actifs nets des 61 OPCVM étudiés, la hausse de 481 MDT de ces actifs découle à concurrence de 70% des flux nets générés par les opérations effectuées par les investisseurs (souscriptions nettes des rachats et des distributions de dividendes).

### EFFETS EXPLICATIFS DE L'EVOLUTION DE L'ACTIF NET DES OPCVM (En MDT)

Désignation	2007			2008		
	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total
Actif net fin de période	2.773	224	2.997	3.227	251	3.478
Actif net début de période	2.466	193	2.659	2.773	224	2.997
<b>Total effets</b>	<b>307</b>	<b>31</b>	<b>338</b>	<b>454</b>	<b>27</b>	<b>481</b>
<b>Effet investisseur</b>	<b>198</b>	<b>22</b>	<b>220</b>	<b>326</b>	<b>10</b>	<b>336</b>
<b>Effet collecte</b>	<b>+293</b>	<b>+24</b>	<b>+317</b>	<b>+432</b>	<b>+12</b>	<b>+444</b>
Souscriptions	2.828	289	3.117	4.784	292	5.076
Rachats	-2.535	-265	-2.800	-4.352	-280	-4.632
<b>Effet distribution</b>	<b>-95</b>	<b>-2</b>	<b>-97</b>	<b>-106</b>	<b>-2</b>	<b>-108</b>
<b>Effet prix</b>	<b>109</b>	<b>9</b>	<b>118</b>	<b>128</b>	<b>17</b>	<b>145</b>

Cet effet « investisseur » qui a augmenté de 53% en 2008, contre 34% en 2007, traduit la réussite des organismes de placement collectif à drainer l'épargne des entreprises et des particuliers et a permis également aux véhicules d'épargne collective d'être très actifs sur le marché primaire en s'adjudant 68% des nouvelles émissions obligataires.

L'augmentation des flux de capitaux est essentiellement le fait des OPCVM obligataires qui ont réussi à drainer une épargne évaluée à 326 MDT en 2008 contre 198 MDT en 2007. Cette évolution résulte de l'amélioration de l'effet collecte de ces institutions (432 MDT contre 293 MDT) atténuée partiellement par la hausse de l'effet coupon (106 MDT contre 95 MDT).

Par ailleurs, l'analyse du comportement des investisseurs des OPCVM montre une grande mobilité du fait que le niveau moyen des souscriptions et des rachats dépasse celui de la moyenne de l'actif net de la période.

Quant à l'effet prix, exprimant les performances de gestion<sup>1</sup> des OPCVM, il a connu une hausse de 23% en 2008 pour atteindre 145 MDT grâce notamment à l'amélioration des résultats financiers des OPCVM mixtes qui ont bénéficié de la hausse de 10,7% de l'indice TUNINDEX. Les performances des unités obligataires se sont, quant à elles, améliorées de 17,4% en relation principalement avec le relèvement du taux d'intérêt directeur décidé en septembre 2006 qui a permis à ces institutions de souscrire aux émissions faites en 2007 et début 2008 à des taux plus élevés.

#### TAUX DE RENDEMENT MOYEN DES OPCVM<sup>2</sup>

(En %)

Désignation	2004	2005	2006	2007	2008
OPCVM obligataires	4,36	4,15	4,09	4,07	4,08
OPCVM mixtes	6,48	5,46	10,26	4,02	5,18

Source : CMF

Ainsi, le rendement moyen des actifs des OPCVM obligataires a connu une légère amélioration en s'établissant à 4,08% en 2008 contre 4,07% en 2007. Quant à celui des OPCVM mixtes, il est passé d'une année à l'autre de 4,02% à 5,18%.

S'agissant de la structure des placements des OPCVM, elle montre que la part des valeurs mobilières à long terme, sous forme de titres longs de l'Etat, de titres de capital et d'obligations de sociétés ainsi que de titres d'organismes de placements collectifs, s'est maintenue pratiquement au même niveau que l'année précédente, alors que la part des placements bancaires est passée de 20,4% en 2007 à 25,5% en 2008 au détriment des autres valeurs mobilières à court terme.

Désignation	2007						2008					
	OPCVM obligataires		OPCVM mixtes		Total		OPCVM obligataires		OPCVM mixtes		Total	
	MDT	Part en %	MDT	Part en %	MDT	Part en %	MDT	Part en %	MDT	Part en %	MDT	Part en %
Valeurs mobilières à long terme	1.921	69,4	168	75,0	2.089	69,8	2.227	69,0	181	71,5	2.408	69,2
Autres valeurs mobilières à court terme	278	10,0	14	6,2	292	9,8	176	5,4	11	4,4	187	5,3
Placements bancaires	570	20,6	42	18,8	612	20,4	825	25,6	61	24,1	886	25,5
<b>Total actifs gérés</b>	<b>2.769</b>	<b>100,0</b>	<b>224</b>	<b>100,0</b>	<b>2.993</b>	<b>100,0</b>	<b>3.228</b>	<b>100,0</b>	<b>253</b>	<b>100,0</b>	<b>3.481</b>	<b>100,0</b>

Au niveau des valeurs mobilières à long terme, l'augmentation de la part des obligations émises par les entreprises de 23,1% en 2007 à 26,7% à la fin de 2008 a permis de compenser la baisse de la part des titres de l'Etat qui est revenue de 69,2% à 66,2% des placements à long terme.

Pour ce qui est de l'évolution de la composition du portefeuille des OPCVM mixtes, le poids des actions est revenu de 37% à la fin de 2007 à 31% à la fin de 2008 alors que celui des produits de taux est passé d'une année à l'autre de 58,3% à 64,6%. Cette évolution pourrait s'expliquer par la nécessité d'affecter une partie des actifs en produits de taux pour structurer certains véhicules d'épargne collective dotés d'un mécanisme de garantie du capital et par la baisse, de près de 10%, de la valeur du portefeuille investi en titres de capital et ce, en dépit de l'effet positif de la performance de l'indice TUNINDEX.

<sup>1</sup> Hors dividendes pour les OPCVM distribution.

<sup>2</sup> Il s'agit des taux de rendement des 76 OPCVM en activité à la fin de 2008.

**COMPOSITION DES PLACEMENTS A LONG TERME DES OPCVM<sup>1</sup>**

(En MDT)

Désignation	2007			2008		
	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total	OPCVM obligataires	OPCVM mixtes	Total
Actions	-	62	62	-	56	56
Obligations de sociétés	446	37	483	593	50	643
BTA	1.348	58	1.406	1.466	62	1.528
BTZc	36	3	39	60	5	65
Titres d'OPC	91	8	99	108	8	116
<b>Total</b>	<b>1.921</b>	<b>168</b>	<b>2.089</b>	<b>2.227</b>	<b>181</b>	<b>2.408</b>

S'agissant de la structure des placements à court terme des OPCVM, les placements en produits bancaires représentés par les certificats de dépôts, les comptes à terme, les dépôts à vue et les liquidités se sont accrus de 274 MDT pour représenter 82,6% des placements à court terme des OPCVM contre 67,7% une année auparavant.

**PLACEMENTS A COURT TERME DES OPCVM**

(En MDT)

Désignation	2007			2008		
	Obliga-taires	Mixtes	Total	Obliga-taires	Mixtes	Total
<b>Autres valeurs mobilières à court terme</b>	<b>278</b>	<b>14</b>	<b>292</b>	<b>176</b>	<b>11</b>	<b>187</b>
Billets de trésorerie	148	10	158	131	9	140
Bons du Trésor à court terme	130	4	134	45	2	47
<b>Produits bancaires</b>	<b>570</b>	<b>42</b>	<b>612</b>	<b>825</b>	<b>61</b>	<b>886</b>
Certificats de dépôts	268	5	273	404	21	425
Comptes à terme	210	27	237	217	31	248
Dépôts à vue	33	4	37	51	2	53
Liquidités	59	6	65	153	7	160
<b>Total</b>	<b>848</b>	<b>56</b>	<b>904</b>	<b>1.001</b>	<b>72</b>	<b>1.073</b>

Quant aux autres valeurs mobilières à court terme, elles ont accusé en 2008 une baisse aussi bien au niveau des unités obligataires que mixtes. Cette évolution s'explique aussi bien par la baisse de l'encours des bons du Trésor à court terme que par l'aversion des gestionnaires des OPCVM aux risques sur titres à court terme émis par des sociétés non dotées d'une notation leur conférant le « grade d'investisseur ».

<sup>1</sup> Ces chiffres ne tiennent pas compte des deux fonds mixtes créés en octobre 2008 pour 50 MDT chacun et du fonds garanti « FCP capitalisation et garantie » doté de 40 MDT et étant entré en activité en 2007.