

La crise financière...sous les projecteurs



SOMMAIRE

La revue d'une crise

La propriété immobilière...le rêve américain

Subprimes...Les dessous d'une crise

Quelles sont les solutions à apporter ?

Recomposition de la finance américaine... Retour au Darwinisme

Retour sur les différents maillons de la chaîne et leurs responsabilités

Lumières sur...Barak Obama

L'impact de la crise financière sur la Tunisie

L'économie tunisienne...une capacité avérée à résister aux aléas de la conjoncture

L'Infrastructure...Le nouveau moteur de la croissance

Le moteur des investissements tunisiens...est toujours en marche

Le marché boursier tunisien...à l'abri de la crise financière

Le marché boursier tunisien...une situation financière saine

Le Tunindex tunisien tire son épingle du jeu

Les remèdes...vue par Maxula Bourse

Un fauché dépouille un mort (proverbe tunisien)

Ce proverbe s'applique fidèlement aux banques américaines. Ces banques, après avoir noyé d'endettement les riches et les moins riches des américains, se sont retournées vers les « *haves not* » (les travailleurs à très faibles revenus). Lorsque des banques financent des travailleurs qui touchent à peine de quoi vivre pour qu'ils achètent de grandes maisons et de grosses voitures, il ne faut surtout pas déclarer, par la suite, au monde qu'on est surpris par l'incapacité de ces gens à honorer leurs lourds engagements, alors qu'en cinq ans, les coûts de financement ont augmenté de plus de 50% (effet de financement à taux variable) et les prix des biens immobiliers ont drastiquement chuté. Dès lors, les faillites en cascade des banques américaines est un dénouement logique entraînant par l'entremise de la globalisation le système financier des pays développés dans une spirale chaotique. Les titrisations, les *Asset Backed Securities*, les *Collateral Debt Obligation*, ne sont que les artifices qui ont servi à maquiller une simple réalité : les banques ont en effet prêté aux démunis.

Paradoxalement, nous croyons aux bienfaits de cette crise, et nous nous attendons à des changements radicaux dans les idéologies financières, politiques et sociales, le monde retrouvera sûrement son propre équilibre à l'issue de cette tourmente financière. Déjà les chroniqueurs américains (Bill Saponito, Magazine Time) se demandent ironiquement si George Bush ne serait-il devenu la réincarnation de François Mitterrand, en appliquant aux Etats-Unis le programme de la gauche française de 1981 (le point Jeudi 2 octobre 2008).

Le modèle tunisien s'avère donc l'alternative pour panser les blessures : des banques prudentes, des outils de support sociaux efficaces à l'instar des fonds 26-26, 21-21 et la banque de solidarité, des investissements dans l'infrastructure et une politique de libéralisation et de déréglementation « *step by step* », tels sont les ingrédients de la recette pour un développement durable. D'ailleurs l'histoire confirme ces dires, en 50 ans la croissance de l'économie tunisienne a bien résisté aux multiples chocs. C'est le capitalisme au service de la collectivité.

Crise financière, Doit-on s'en alarmer ?

L'économie mondiale est entrée dans le nouveau millénaire avec un grand bruit : en Mars 2000 fût l'éclatement de la bulle Internet avec une baisse conséquente des marchés boursiers mondiaux, provoquant une récession aux USA. Mais cette baisse fût assez brève et très atténuée hors des USA. En effet, la majeure partie du monde n'a pas été perturbée, et dans certains pays, la croissance s'est même trouvée plus renforcée qu'avant. En 2003, les USA reprirent la voie d'une croissance soutenue. Au cours des quatre dernières années l'économie mondiale est passée à une vitesse supérieure. Globalement, l'économie s'est accrue en moyenne de plus 4% sur la période 2000-2007 (avec deux années respectivement de baisse et de reprise du cycle économique), soit une progression de 1,5% de plus que la moyenne des années 90. Avec 5,1%, la croissance globale en 2004 fut la plus élevée depuis les années 80. Les crises se sont multipliées, mais l'économie mondiale a connu de meilleurs taux de croissance avec des périodes de fléchissement de plus en plus brèves. Nous croyons que l'émergence de nouveaux pôles économiques et l'innovation technologique ont eu pour effet de rééquilibrer la balance économique et d'accélérer la consommation mondiale, limitant ainsi l'ampleur des crises et écourtant leur durée.

La crise financière actuelle, et malgré sa gravité et son ampleur, sera probablement aussi courte que ses précédentes, même si les marchés financiers mondiaux pointent vers une dépression (le niveau des différents indices boursiers des G7 a atteint le niveau de 1999). Les caprices des marchés boursiers trouvent leur expression dans la psychologie de tous les types d'investisseurs. L'humeur oscille entre l'optimisme le plus délirant et la plus profonde déprime. Ces changements d'humeur sont en eux-mêmes une expression de l'instabilité générale des marchés. En ce moment, les investisseurs parlent avec pessimisme d'une dépression imminente de l'économie mondiale. Il n'y a bien sûr aucun doute, il y aura un certain ralentissement de l'économie mais, il ne peut y avoir de « crise finale ». L'histoire montre que l'économie mondiale peut toujours s'en sortir de la plus profonde des crises. L'impact de cette crise sera donc minime sur l'économie tunisienne. Les secteurs comme le tourisme, les composantes électriques et mécaniques peuvent être touchés par le ralentissement de l'économie européenne. Cependant, avec des efforts promotionnels et incitatifs, l'économie tunisienne peut bien tirer profit de cette crise. Le marché boursier tunisien qui a surperformé la majorité des indices mondiaux en 2008, témoigne de la solidité des sociétés qui le composent. Le taux d'endettement des sociétés cotées est confortable, le taux de croissance des bénéfices est respectable et la valorisation est raisonnable.

Il faut tenir le taureau par les cornes...du cash, des SICAV obligataires et des actions

Le séisme financier dont l'épicentre se situe aux Etats-Unis a certes fait vaciller la bourse de Tunis. Le Tunindex a perdu le quart de son rendement en une semaine et la volatilité s'est imposée en maître de scène. Le contexte actuel doit inciter les investisseurs à faire preuve de capacité d'adaptation. Avec un Tunindex qui évolue au gré des rumeurs et des spéculations sur une telle ou telle décision prise par les occidentaux, l'investisseur doit pouvoir garder la tête froide.

Dans un marché en proie au doute, sanctionnant sans distinction l'ensemble des valeurs qui y figurent, l'investisseur doit avoir de fortes convictions afin de placer en bourse. La répartition des risques devrait constituer la stratégie de base et la priorité de tout investisseur ; le tsunami financier, qui a ravagé les cotes de l'atlantique et du pacifique, sera probablement suivi d'un ralentissement sévère des économies des G7. Néanmoins, notons que les injections successives de fonds dans ces économies et le dégonflement de la bulle des énergies et des matières premières pourront écourter cette période de crise.

Les économistes modérés tablent sur un retour de la croissance pour la deuxième moitié de 2009 et comme les marchés boursiers anticipent les retournements économiques avec un décalage d'à peu près 6 mois, c'est probablement vers le mois de décembre, que les marchés retrouveront une tendance haussière, qui serait par une période de convalescence, marquée par une instabilité attendue.

Nous insistons donc sur le fait de consacrer au moins 25% de votre portefeuille aux placements liquides, 25% aux SICAV obligataires et 50% en actions.

Votre portefeuille d'actions doit être exposé aux titres appartenant aux secteurs défensifs tels que les chaînes de distributions, l'agroalimentaire et la pharmaceutique, dans des titres d'établissements financiers solides, à valorisation abordable et qui bénéficient du support d'un actionnaire de référence (Etat, groupes solides) et en degré moindre les industriels qui exportent vers les pays pétroliers (Algérie, Lybie, pays du Golf). Il est également important d'élargir l'horizon d'investissement et les institutionnels doivent profiter de la liquidité du marché pour bien se positionner. Les particuliers doivent se retourner davantage vers les Comptes Epargne en Actions (CEA), un instrument qui permet de se prémunir contre une baisse du marché pouvant aller de 20% à 30%.

La revue d'une crise

Comment une hausse des impayés aux titres des crédits hypothécaires à risque ou Subprimes a-t-elle conduit à un raz de marée financier entraînant dans son sillage l'économie mondiale dans la tourmente de la récession ? Un retour aux sources du malaise s'impose à savoir un examen bref du marché hypothécaire américain qui nous permettra de déceler ses faiblesses structurelles.

La propriété immobilière...le rêve américain

Il faut remonter très loin pour découvrir l'origine de l'expansion phénoménale du marché du crédit hypothécaire américain. Retour aux années 30, où être propriétaire de son foyer était plus un rêve qu'une réalité pour la plupart des citoyens américains. Avec cette culture bien ancrée de la propriété immobilière, les Etats-Unis en plein essor économique, a permis à ses compatriotes au moyen de taux d'intérêt alléchants et d'incitations fiscales d'acquérir leurs logements ; les intérêts payés au titre d'un prêt hypothécaire étaient, en effet, déductibles de l'impôt sur le revenu.

Le point de départ, a été la création en 1938, d'un marché secondaire pour les crédits hypothécaires, par le biais de la « Fédéral National Mortgage » plus connue sous le nom de « Fannie Mae ». Cette institution parapublique assure le maintien de l'offre de capitaux destinés aux prêts hypothécaires. A caractère social, Fannie Mae achetait ces crédits aux établissements prêteurs supportant ainsi les risques de crédit, de marché et de liquidité. Il est désormais facile pour les américains de se voir accorder un crédit ; le taux de propriété a dépassé les 60 % en 1960. Afin de soustraire les activités de Fannie Mae du budget fédéral, une loi l'a transformé, en 1968, en une société par actions dont le capital est détenu par le secteur privé. Il s'en suit la création de la « Government National Mortgage Association » ou Ginnie Mae devenue la « Federal Home Loan Mortgage Corporation » ou « Freddie Mac » en 1970. Sa mission était de stabiliser le marché hypothécaire et de l'élargir, en plus de faire concurrence à Fannie Mae (alors privatisée). Fannie Mae et Freddie Mac rassemblent ces prêts et les vendent sous forme de titres de créance sur les marchés financiers des États-Unis et d'autres pays. De là, est partie la titrisation à savoir l'idée de vendre des titres adossés à des crédits hypothécaires, transférant le risque de marché aux investisseurs. Il s'agit de regrouper des crédits hypothécaires semblables. Cette pratique s'est ensuite développée et vacille entre sa structure la plus simple qui transfère les remboursements des crédits du panier aux détenteurs de titres, aux plus complexes qui divisent ces paiements en segments à risques plus ou moins élevés (CDO ou Collateral Debt Obligation, ABS Asset Backed Securities...).

Ces segments sont notés par les agences de notation comme la prestigieuse « Standard and Poors ». Compte tenu du très faible risque des tranches seniors des produits, elles sont généralement notées AAA, une notation attractive qui, combinée à une rémunération avantageuse, attirait les investisseurs. Ceci équivaut à dire qu'en achetant ces produits, ceux-ci prêtent aux ménages américains surendettés. C'est ainsi que la titrisation, jadis du ressort des organismes parapublics, a suscité l'enthousiasme de Wall Street et de ses émetteurs privés ; en 2006, les titres privés représentent 57% des émissions contre 43% pour Fannie Mae et Freddie Mac. De ces grands émetteurs on peut citer les banques d'investissement Lehman Brother, Bear Stearn, JP Morgan, Goldman Sachs et Bank of America, ainsi que des firmes de crédit à risque ; Indymac, Countywide). Ainsi, le rôle du secteur du logement dans l'économie américaine est devenu indéniable puisque en 2006, en pleine crise des Subprimes, la valeur totale des logements et des prêts hypothécaires des ménages représente près de 80 % du PIB des Etats-Unis.

Subprimes...Les dessous d'une crise

Le point de rupture du marché hypothécaire ayant conduit à la crise financière actuelle se résume en les pertes liées aux Subprimes (crédits immobiliers accordés à une clientèle risquée). Cet enchevêtrement a, d'abord, eu raison de la sphère financière américaine, mais qui, en prenant de l'ampleur s'est propagé par effet de boule de neige aux autres grandes places financières. Les « Subprimes » sont des crédits immobiliers accordés à des ménages américains aux revenus limités, avec des taux d'intérêt variables et de niveau relativement élevé, et dont la garantie réelle est le logement en lui même. Ces conditions d'octroi font planer un doute quant à la solvabilité de ces ménages au vue de la fragilité de leur situation financière. Ces crédits représentaient en fin d'année 2006 près de 13% du total des crédits hypothécaires aux Etats-Unis ; une véritable bulle financière immobilière s'est créée. Amenée à augmenter ses taux d'intérêt directeurs, la Federal Reserve (Fed) a ainsi poussé les banques à répercuter ces hausses sur le remboursement des crédits immobiliers. En parallèle, le marché immobilier américain s'enfermait dans une spirale baissière et les ménages endettés se sont retrouvés en possession de biens immobiliers valant moins que la valeur d'achat, conséquence d'une baisse des prix de l'immobilier. Ces deux évolutions défavorables ont conduit à une situation où les particuliers ne pouvaient plus honorer leurs échéances et en même temps, les banques réalisaient des grosses pertes en revendant les logements garantis.

Cette crise a entraîné une revalorisation à la baisse de certains produits financiers qui comprenaient des "subprimes", ou crédits à risques, précédemment cités. Un effet de contagion s'est mis en route. Quand les prix des tranches à risque élevé se sont effondrés et que les investisseurs n'ont pu se défaire de leurs positions perdantes, ils ont dû vendre d'autres actifs pour compenser les pertes. Les marchés des actions ont chuté partout dans le monde. L'opacité des marchés de gré à gré ou il n'existe pas de dispositif de surveillance de marché, a fait souffler un vent de panique au sein des investisseurs. Puisque, soudain ayant peur du risque, ceux-ci ne savaient s'ils étaient ou pas exposés aux crédits hypothécaires à risque. Les fonds d'investissement ont aussi eu leurs parts de responsabilité. Grands adeptes de ces produits sophistiqués, qui dopent leurs rendements, ils se sont trouvés dans une mauvaise passe due à la chute de la valeur de leurs actifs. Les banques, propriétaires dans la plupart des cas de ces fonds, se sont vues dans l'obligation de reprendre des risques qu'elles avaient, d'ores et déjà, transférés et dégageés de leurs bilans. Conséquence, des fonds d'investissement se sont vus momentanément fermés ou définitivement liquidés.

Les banques font état de pertes directes sur les crédits Subprimes, mais surtout de dépréciation de valeurs d'actifs liées au Suprimes (CDO, ABS) faisant ainsi chuter la valeur de leurs fonds propres. Dans un dernier effort de sauvetage, les opérations d'augmentation de capital se font d'arrache pied. Le ralentissement des activités de banque d'affaires et de marché a achevé le système bancaire américain et a conduit Lehman Brothers à mettre la clé sous la porte à la date du 15 septembre 2008, provoquant ainsi la panique dans la totalité des places financières. Pour limiter les dégâts, des opérations de fusions-acquisitions, et de nationalisations massives se sont succédées sur le territoire américain et en Europe. Cette crise de confiance générale dans le système financier, a conduit à la chute des marchés financiers et à une crise de liquidité bancaire où les banques se refusent de se prêter entre elles. La crise mobilise des interventions financières grandissantes des autorités américaines (Fanny Mae et Freddie Mac qui ont été renationalisés) et de l'ensemble des banques centrales. L'objectif étant d'éviter que le secteur financier et l'économie réelle ne s'enfoncent entraînant une récession économique mondiale. Cette crise est unique puisque la crainte est que l'onde de choc ne se transmette de la sphère financière à la sphère réelle à travers la baisse de consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. L'ensemble des segments de crédits risque d'être touché en phase avec l'affaiblissement de la conjoncture. La crise actuelle a eu comme épiscentre l'immobilier américain, puis elle s'est diffusée au marché du crédit "Subprime", puis elle a contaminé les marchés financiers à risque, avant d'atteindre le marché monétaire qui vit actuellement une situation sévère d'illiquidité.

La crise financière...le point

La crise a pris racine aux Etats-Unis, avec l'affaire des Subprimes, ces crédits à risque qui ont fait comme victime nombre d'institutions bancaires spécialisées, avant de se transformer en crise internationale. Les questions qui doivent être posées ; ces banques étaient-elles vraiment des victimes, pourquoi accorder des crédits à une clientèle peu solvable, en lui appliquant en plus des taux d'intérêt élevés ? Le système américain, par son grand penchant à la prise de risque, a mit en péril de grandes institutions financières voir même l'économie mondiale. Ce grand mal financier se résume en l'accumulation d'un lourd passif, combiné à une mauvaise appréciation du risque. Cette crise a été la débouchée d'une longue période d'expansion démesurée et imprudente du crédit. De ce fait, la débâcle était sans aucun doute prévisible mais la seule variable manquante à l'équation était le moment de déclenchement qui n'était guère évident tenant compte de la myopie qui touche les marchés. La sophistication des instruments tels que la titrisation rend difficile la détermination par avance des canaux de transmission d'une telle crise.

Quelles sont les solutions à apporter ?

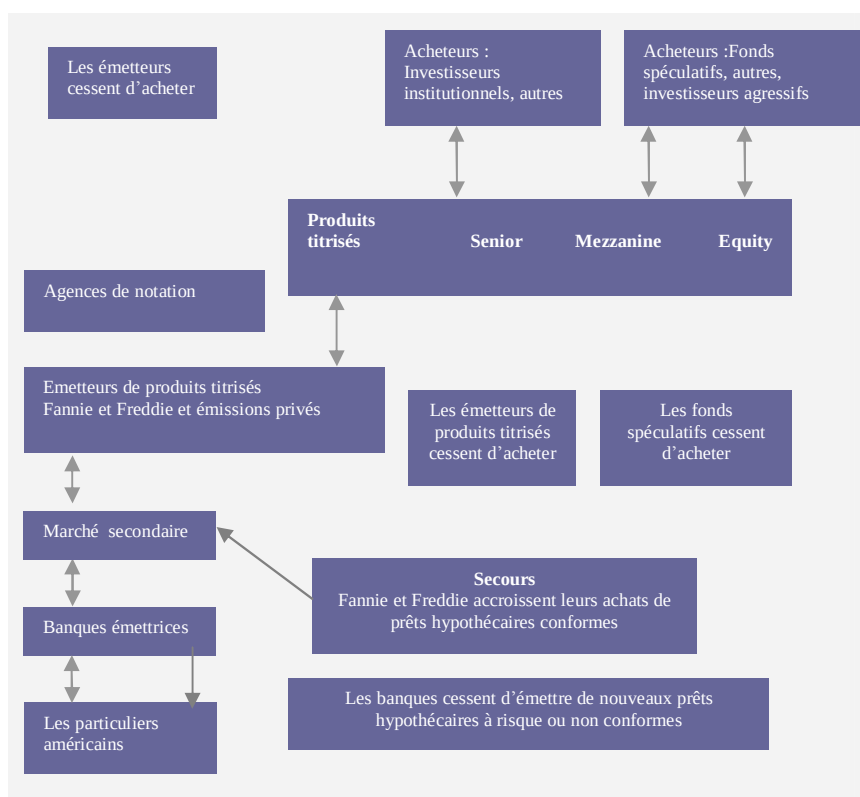
Ayant contourné les règles par des pratiques hors bilan, les banques devraient faire l'objet d'un contrôle plus rigoureux, et d'une adaptation plus cohérente des ratios réglementaires afin d'éviter une nouvelle crise de liquidité et de sensibiliser davantage les prêteurs. L'accent devrait être mis sur le renforcement des fonds propres. A une dimension plus large, la sphère financière mondiale requiert davantage de régulation. Compte tenu des bouleversements que celle-ci vient de vivre, l'accent est mis, en l'occurrence, sur le mode de fonctionnement des hedge funds (fonds risqués) qui se financent par effet de levier, des fonds souverains et des autres entités non régulées. Il s'agit d'exiger plus de transparence sur le mode de fonctionnement de ces organismes ainsi qu'un certain niveau de réglementation et de localisation du risque venant s'ajouter à l'auto régularisation qui à elle seule a démontré certaines limites. Il s'agit aussi de clarifier les relations entre les banques et les hedge funds. Livrée à sa guise, pour faire, il semble incontournable de renforcer la supervision indirecte de ces nouveaux acteurs assurée par les contrôleurs bancaires. Les mêmes directives sont prescrites pour les fonds souverains et se résument ainsi : transparence, stratégie suivie mais aussi dans quels secteurs ces fonds investissent. Il convient aussi de veiller à la manière dont les fonds souverains interviennent. Certains des fonds souverains tels que ceux de Dubaï, d'Abu Dhabi, du Qatar, de Singapour ou encore de Shanghai ont dû intervenir il y a quelques mois pour assister les banques américaines et européennes, soit une cinquantaine de milliards de Dollars ingurgitée. Ces fonds ont vu leurs mises fondre avec l'effondrement des titres des établissements financiers en difficulté, rachetés à des prix largement inférieurs. A titre d'exemple, Merrill Lynch a levé en janvier 2008, 5 milliards de dollars auprès d'un fonds de Singapour contre 10% de son capital. A l'apogée de la crise, le titre Merrill Lynch a perdu près de 70% de sa valeur pour se voir avalé en urgence par Bank of America.

Recomposition de la finance américaine... Retour au Darwinisme

Après la chute de trois des banques majeures américaines ou les « big five », une reconfiguration de la réglementation du secteur bancaire s'impose. Le Wall Street Journal le dit si bien « C'est la fin de Wall Street tel qu'on le connaissait depuis des décennies ». L'ère du capitalisme pur et dur est bel et bien révolue, l'heure est au contrôle et à la réglementation. Le paysage bancaire américain est en pleine mutation et la banque de détail prend du terrain avec le changement de statut des deux banques d'investissement rescapées, Goldman Sachs et Morgan Stanley. Autre point saillant, maintenant, tous les acteurs engagés dans ces produits risqués doivent annoncer la hauteur de leurs engagements. L'incertitude concernant l'ampleur des dégâts dans chaque banque accentue le malaise. Tant qu'on ne saura pas la mesure de l'importance de ces engagements, il y aura des secousses et des ripostes à la crise.

Les banques centrales du monde font des taux d'intérêt leur cheval de bataille pour stabiliser les marchés et provoquer un retour de confiance des investisseurs. Après une réticence européenne, sept banques centrales y compris la réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque Centrale Européenne (BCE) ont décidé, de concert, une baisse simultanée d'un demi-point de leurs taux d'intérêt. Cette décision, de grande ampleur, ramène le principal taux d'intérêt américain à 1,5%, celui de la BCE à 3,75%. La Banque du Japon n'y a pas pris part en raison du niveau déjà très bas de son taux de refinancement qui se situe à 0,5%. N'apportant qu'un court répit aux bourses mondiales, cette baisse des taux d'intérêt devrait être la première d'une longue liste. L'Europe étant en stagflation, la BCE détient encore une marge de manœuvre si elle venait à rabaisser de nouveau son taux directeur. La création du plus puissant fonds souverain du monde à savoir celui du plan du trésor américain, a pour but de permettre le sauvetage du système bancaire américain. Et pour faire, les 700 milliards de Dollars proposés dans le plan de Paulson se sont vus accordés pour racheter les actifs toxiques des banques. Une exécution rapide de ce plan pourrait sauver le système financier mondial du risque de faillite en chaîne. Au total, le montant des créances illiquides liées à l'immobilier est évalué à 1500 milliards de Dollars. Il est à signaler que des établissements financiers étrangers peuvent bénéficier de l'aide américaine, définies par Paulson comme ceux qui détiennent des activités significatives sur le sol américain. En conclusion, la réussite de ce plan dépendra du prix auquel les dettes toxiques vont être rachetées et le problème de sous capitalisation du secteur bancaire doit être impérativement soulevé. Les Européens s'y mettent aussi, les quinze états membres de la zone euro ont annoncé une garantie des prêts interbancaires et un recours possible à une recapitalisation des banques qui s'étalera jusqu'à la fin de 2009. Il faut aussi dire que les Etats-Unis ne tiennent plus les rênes du monde tel que c'était le cas il y a quelques années. Affaiblie par les guerres, une situation économique difficile, le pays de l'Oncle Sam devrait perdre son arche au profit d'autres pôles économiques dont la croissance est sans appel ; nous faisons allusion aux pays sud-est asiatique, à la Chine, à l'Inde qui pourraient tirer l'économie mondiale loin de cette tourmente.

Retour sur les différents maillons de la chaîne et leurs responsabilités



Les marchés sont tombés en panne à plusieurs étapes : du passage si compliqué d'un crédit hypothécaire de l'émetteur original à l'acheteur final. Les perdants se trouvent être principalement les bouts de la chaîne à savoir les particuliers américains et les investisseurs croyant placer sur des produits sans risque.

🚩 Les particuliers américains : Ces foyers, dont les moyens sont faibles, sont les principales victimes du système bancaire américain puisque, dans l'urgence de récupération d'argent pour rembourser les investisseurs, leurs biens immobiliers seront vendus.

🚩 Les banques émettrices des prêts hypothécaires : Du fait qu'elles ont titrisé les créances, se sont déchargées entièrement du risque et ont pris leur marge

sur l'opération. Cependant, n'ayant pas mesuré l'ampleur d'une telle crise, ces banques ont dû réabsorber les risques se trouvant ainsi hautement exposées.

✚ Les « Financiers » : ce sont souvent de jeunes ingénieurs financiers, qui ont monté l'opération de titrisation. Simples exécutants et indépendants, ils ne s'intéressent qu'aux caractéristiques techniques du montage et n'ont pas dans la plupart des cas la connaissance de l'ensemble du système.

✚ Les gérants des fonds : leur objectif est de maximiser le rendement en investissant sur des produits qui détiennent une notation du risque adéquate et ce afin d'obtenir la meilleure rémunération possible.

✚ Les agences de notation : ce type de produit est délicat à noter et nécessite de s'assurer des meilleures garanties possibles, à savoir une procédure de saisie et de vente rapide du bien immobilier. Tout porte à croire que ces agences ont été généreuses dans leurs notations sous estimant parfois le risque. Il est à signaler que la notation de ce type de produit est une bonne partie de la rémunération touchée par ces agences.

✚ Les organismes de régulation : La sophistication des produits de titrisation ont conduit ces entités à mal mesurer le risque et principalement celui d'illiquidité.

✚ Derniers de la chaîne, institutionnels, personnes physiques et morales ayant investi leur argent dans les fonds et produits concernés.

Lumières sur...Barak Obama

La tourmente financière, dans la quelle est plongée les Etats-Unis semble continuer à bénéficier à Barack Obama, d'après un sondage élaboré par CNN/Opinion Research Corporation. Perçu comme apte à gérer au mieux la situation économique difficile des USA et à lui apporter un nouveau souffle, Barak Obama détient les faveurs des électeurs au dépend de son adversaire McCain, pour qui le domaine économique représente son talon d'Achille. A l'instar des spécialistes, nous croyons que cette crise augmentera la crédibilité de Barak Obama et que le candidat démocrate à la présidence ne pourrait sortir que gagnant de cette bataille électorale.

L'impact de la crise financière sur la Tunisie

Limitée pour l'instant à la sphère financière, l'instabilité que connaît le marché boursier international a déjà commencé à produire quelques impacts négatifs sur la Tunisie. Ces retombées négatives peuvent s'illustrer à travers la hausse de la prime de risque attachée à la dette tunisienne. A titre indicatif, les émissions du Trésor tunisien pour des maturités de 5 à 10 ans, qui, jusque là, étaient réalisées avec un spread de 50 à 60 points de base, ont littéralement quadruplé à l'apogée de la crise où cette prime de risque est passée à plus de 200 points de base (chiffres avancés par la BCT). Autrement dit, la perception du risque en Tunisie a augmenté aux yeux des investisseurs.

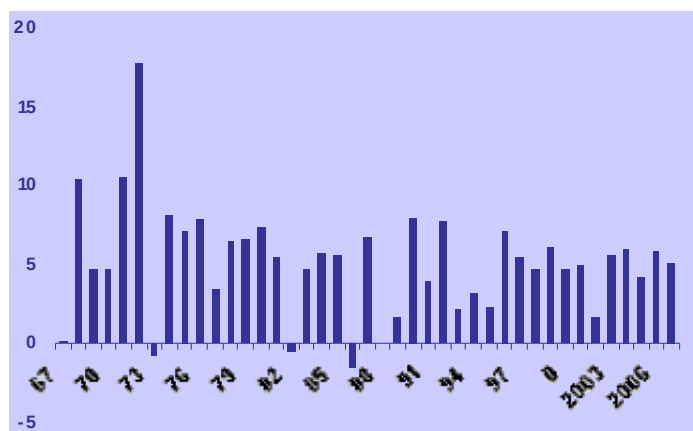
Dans le même ordre d'idées, le marché financier pourrait voir grandir la réticence des investisseurs pour tout actif lié au crédit. On entend par ces titres les emprunts obligataires très utilisés par les établissements financiers afin de renforcer leurs structures financières et leurs fonds propres. L'appétit des investisseurs pour la Tunisie pourrait diminuer. Chiffres à l'appui, sur l'ensemble de l'année 2007, les primes de risque relatives aux titres obligataires émis par les pays émergents ont progressé de 70 points de base, déjà sous l'emprise de la prudence affichée des investisseurs face aux tensions qu'ont connues les marchés financiers internationaux, à la suite de la crise des surprimes aux Etats-Unis. Le marché boursier semble aussi être tombé dans cette décadence. Le Tunindex a accusé une dépréciation de l'ordre de 7% enregistrée à l'issue de l'annonce officielle de faillite du géant bancaire américain Lehman Brothers.

En conclusion, les effets que pourrait avoir la crise financière sur la Tunisie demeurent minimes et restent tributaires de plusieurs facteurs. Plus concrètement l'issue de cette crise dépendra de l'impact que celle-ci aura sur la croissance dans le monde, plus précisément le Vieux continent. D'ores et déjà, l'Europe, premier partenaire commercial de la Tunisie, paraît doublement affectée par la crise de la Bourse mais aussi par la panne qui touche plusieurs banques et assurances de la place financière. La consommation, moteur principal de la croissance, devrait donc ralentir au moment où le moral des ménages est au plus bas.

L'économie tunisienne...une capacité avérée à résister aux aléas de la conjoncture

La demande adressée à la Tunisie en terme de commerce extérieur devrait sans doute s'en ressentir bien évidemment. Car, il faut rappeler ici que 90% des exportations tunisiennes sont réalisées sur quatre marchés européens. Cependant, sur les huit premiers mois de 2008, la demande extérieure vers la Tunisie a affiché une nette progression de 29%, alors qu'un malaise sévissait déjà les places financières mondiales.

Evolution de la croissance du PIB tunisien



De la crise asiatique à l'envolée des cours du pétrole et des produits de base, la Tunisie a su se préserver face aux chocs extérieurs qui ont sévi les économies mondiales gardant une cadence de croissance élevée et améliorant le bien-être social. Confrontée à cette crise, la Tunisie pourrait être dans une certaine mesure à l'abri des aléas économiques extérieurs et ce grâce à la fois aux mesures prises par l'Etat ainsi que la structure même de l'économie tunisienne.

La volonté affichée des autorités à adapter en permanence le secteur financier tunisien aux mutations, que vit le paysage économique mondial y est pour quelque chose. Pour cette fin, nombreuses actions ont été engagées sur plusieurs fronts. Premièrement, le système de change tunisien, à mi-chemin de la convertibilité, a su démontrer son efficacité face aux débâcles économiques et financières. Régime de flottement encadré, le change tunisien est indexé à un panier de devises, dont les fluctuations sont stabilisées par une pondération des monnaies. L'intervention dynamique de Banque Centrale, en tant qu'organisme régulateur de la réserve de change fait qu'on ait une certaine stabilité de notre taux de change quelle que soit l'instabilité des monnaies.

Concernant la gestion des réserves de change, la Banque Centrale de Tunisie suit une certaine logique, qui est d'aller vers des actifs sûrs et pas vers des actifs risqués. Ainsi, et afin de se doter d'un risque nul, les réserves de change sont placées en actifs publics où la rémunération est relativement faible mais le capital est garanti (bons et obligations du Trésor en Euro et quelques émissions en Dollar). Faisant allusion aux pratiques litigieuses des banques américaines dépourvues d'une supervision rigoureuse entraînant la création des créances douteuses et la propagation de la tourmente financière américaine à

travers les places financières européennes, les banques tunisiennes n'interviennent pas dans les activités de ces portefeuilles sur le marché international et ne seront pas en conséquences touchées.

Toujours en mesure de prévention, l'Etat tunisien est aussi intervenu sur le marché des crédits immobiliers par le rallongement des crédits logement (de 15 à 25 ans) en optant pour des taux d'intérêt fixes (6,75%), à même de respecter la capacité de remboursement des ménages. Le volet respect des exigences en matière de capital réglementaire ne sera pas négligé puisque les banques tunisiennes se préparent de pieds fermes à l'application des réformes de Bâle II, qui à l'issue de cette crise seront accélérées.

La Tunisie a opté pour une politique de désendettement qui s'est traduite par une absence de sortie sur le marché financier en 2008, politique qui devrait se poursuivre durant l'année 2009. En d'autres termes, l'économie nationale ne subit donc pas les insuffisances qui existent sur le marché international en terme de crise de liquidité et de montée des taux d'intérêt. En contre partie, la mobilisation des ressources se fera sur le marché local qui affiche une situation de surliquidité depuis le début de 2008. Toutes ces directives prises par les pouvoirs publics favoriseront la protection de la place économique en Tunisie contre la crise financière internationale.

L'infrastructure...Le nouveau moteur de la croissance

Sur un autre plan, il est à rappeler que le développement de la Tunisie, à travers notamment les gros projets d'équipements, est financé par les ressources financières propres du pays écartant les financements extérieurs qui auraient été compromis par les problèmes que traversent actuellement les grandes banques à travers le monde. L'actualité en matière d'infrastructures de transport a été très riche au cours de l'année 2008. Des orientations prioritaires en matière routière, ferroviaire, fluviale, portuaire et aéroportuaire ont été émises par le gouvernement. Des mégas projets tels que celui de la cité du siècle et la cité de la culture ne viendront que confirmer cette tendance. Il est aujourd'hui un fait : l'infrastructure est un moteur indissociable de la croissance mondiale. Un cycle dynamique des infrastructures est en train de naître, porté par des besoins croissants au Nord comme au Sud. En aucun cas, le ralentissement de la conjoncture économique ne peut être un handicap. Bien au contraire, les investissements en infrastructures peuvent s'accélérer. Aujourd'hui, un besoin immense se fait ressentir tant en Europe, aux Etats-Unis qu'au niveau des pays émergents. Des perspectives de croissance attrayantes se profilent à l'horizon pour les entreprises concernées laissant présager un boom de cette activité (+8,5% par an en moyenne d'ici à 2030). Intégrant cette nouvelle donne, les fonds de pensions américains, britanniques, et du moyen orient commencent à porter un intérêt grandissant à cette nouvelle allocation sectorielle du fait que le profil de risque d'infrastructure diffère de celui d'actifs plus classiques.

Le moteur des investissements tunisiens...est toujours en marche

Les entreprises tunisiennes peuvent être optimistes pour l'avenir. Si l'on en croit, le dernier rapport du Forum mondial de Davos de 2008, dans lequel la Tunisie se distingue de par sa stabilité macro-économique, la gestion des deniers publics, non seulement par rapport à l'Afrique mais aussi face à la plupart des 134 pays recensés lors de l'enquête. Le classement de compétitivité de Davos, établis sur la base d'un questionnaire posé auprès de 12 000 chefs d'entreprise, dévoile une place privilégiée de la Tunisie soit une 35^{ème} place au niveau mondial, et une première place au niveau africain et arabe.

Positionnement de la Tunisie selon le Forum mondial de Davos

<i>Critères de classement</i>	<i>Rang 2008</i>
<i>Les institutions</i>	22
<i>La stabilité macro-économique</i>	14
- la confiance du public dans les politiciens	15
- la transparence de la prise de décisions gouvernementales	
<i>La gestion des deniers publics</i>	2
<i>La santé et l'enseignement primaire</i>	27
<i>L'enseignement supérieur et formation</i>	27
<i>L'efficacité du marché des biens</i>	30
<i>La sophistication des affaires et innovations</i>	40

Cette reconnaissance ne peut qu'affirmer la force et le dynamisme de l'économie tunisienne qui ont, jusque là, été déterminants dans l'augmentation progressive des flux d'investissements étrangers. Cependant, il existe d'autres canaux de transmission de la crise, et par lesquels le malaise pourrait atteindre la Tunisie, à savoir une possible apathie des investisseurs étrangers mais qui ne serait le cas échéant, que de faible amplitude. Les avantages de type économique, géographique liés au marché du travail et des services, combinés au ralentissement économique prévu pour les prochaines années en Europe constituent des facteurs compétitifs favorisant l'implantation de nombreuses sociétés internationales en Tunisie.

Pour 2009, les autorités monétaires prévoient que la croissance de l'économie tunisienne atteigne 6% contre 5,1% estimée à fin 2008. Cette croissance se situe bien au-dessus des estimations européennes et mondiales défiant ainsi les prévisions de ralentissement économique soit 2,9% en 2008 et de 1 à 1,5% en 2009 (Chiffres avancés par le CNUCED). Le FMI semble beaucoup plus optimiste et table sur une croissance de 3,9% pour 2008 et de 3% en 2009. Ces prévisions seront tributaires du rôle que joueront les autorités tunisiennes en matière de conduite de financement de l'économie et de la gestion des actifs extérieurs à travers la dette extérieure ou les réserves de change qui constituent la pierre angulaire de la protection de l'économie tunisienne.

Le marché boursier tunisien...à l'abri de la crise financière

La bourse de Tunis a vu naître durant la période 2007-2008, l'introduction de quatre intervenants majeurs sur le marché tunisien à savoir : Adwya, TPR, ARTES et dernièrement Poulina Group Holding. Exemple en termes de réglementation, la bourse de Tunis pourrait faire les faveurs des investisseurs étrangers vu que sur les places internationales en 2008-2009, les marchés d'actions vont être plombés et entreront dans une phase rouge. Ainsi, les gérants de portefeuilles commenceront à se retourner vers les pays émergents comme la Tunisie. C'est pourquoi la promotion de notre place financière est très importante et les introductions en bourse en constituent une forme.

Concernant la participation étrangère dans la capitalisation boursière tunisienne, elle se chiffre à 25%, dont 22% de participations stratégiques. Les investisseurs financiers, pouvant être exposés au mouvement de panique des places financières ne constituent que 3% du portefeuille étranger. La stabilité et la préservation du marché boursier tunisien restent sans appel.

Le marché boursier tunisien...une situation financière saine

Le ratio Dettes/Fonds Propres est l'un des indicateurs qui donne une idée sur la situation financière d'un marché boursier et ceci en mesurant sa capacité de désendettement. Exception faite du secteur de leasing, qui, de par la nature de son activité, se trouve fortement endetté, tous les autres secteurs affichent des ratios d'endettement raisonnables avec des degrés différents. Le secteur des matériaux de base se trouve le moins désendetté avec un ratio de Dettes/Fonds Propres relatif au premier semestre 2008, de 4,86%. Quand au secteur des industries, ce dernier affiche un taux beaucoup plus élevé avoisinant les 47%. Au milieu, on retrouve le secteur services aux consommateurs, le secteur de la santé, le secteur des assurances et le secteur biens de consommation, avec des ratios Dettes/Fonds propres respectifs de 19,62%, 22,98%, 25,2% et 34,15%.

En se basant sur ces chiffres, une première conclusion peut être tirée : devant cette situation de panique qui règne dans le monde des finances, la bourse de Tunis se trouve à l'abri de point de vue liquidité, du fait que les compagnies qui y sont cotées présentent des ratios Dettes/Fonds Propres assez solides.

Pour ce qui est du secteur bancaire, toutes les banques tunisiennes respectent le ratio de liquidité qui admet pour norme de 100%. Le respect de ce ratio doit permettre aux banques de faire face à leurs exigibilités à court terme avec leurs emplois de même durée. La moyenne sectorielle est de l'ordre de 116%, un chiffre qui témoigne de la solidité des banques tunisiennes et de leur capacité à faire face à des crises financières telles que vécues ces derniers jours par la majorité des grandes places financières internationales. (cf : annexe1)

Le Tunindex tunisien tire son épingle du jeu

Indices	Rendement du 01/01/2008 au 10/10/2008
DOW JONES	-36,29%
NIKKEI	-51,95%
CAC 40	-43,42%
FOOTSIE	-38,72%
DAX	-42,83%
TUNINDEX	18,56%

A la crise du crédit partie des Etats-Unis s'ajoutent les inquiétudes suscitées par la mise en faillite des plus grandes banques, un climat de panique règne sur les marchés internationaux, où les indices les plus notoires de la planète ont connu une dégringolade historique.

Après le bond historique du 09/10/2007, l'indice phare américain Dow Jones, qui reflète les valeurs

industrielles, a terminé la séance du 10/10/2008 à 8 451 points, perdant 36% de sa valeur, soit un recul de plus de 4000 points depuis janvier 2008. Même son de cloche à Tokyo, où l'indice des 225 valeurs, est en repli de près de 52% par rapport au début de 2008, atteignant son niveau le plus bas depuis cinq ans.

Le mouvement de panique n'épargne aucune place financière, la crise se répand comme une trainée de poudre sur le vieux continent, en Allemagne, au Royaume Uni, et même en France. Le FOOTSE de Londres a chuté de plus de 38% depuis le début de l'année courante. En quelques semaines, la Bourse de Londres est retombée à son niveau de mai 2003. A la fin de la semaine noire, le DAX de Francfort a reculé de 43,42% par rapport au 01/01/2008. A Paris, le CAC 40 a enregistré depuis le début de l'année un repli de plus de 40%, terminant pour la première fois, en deux ans, sous la barre des 4000 points.

Le vent de panique qui a soufflé sur les bourses mondiales a contaminé la place de Tunis, l'indice Tunindex a cédé 4,33% sur la semaine cauchemardesque, l'indice de référence a atteint en fin de semaine 3108,55 points. Pourtant, le Tunindex a enregistré une performance de 18,56% depuis le début de l'année. Cette chute trouve ses sources à des effets psychologiques et non pas à un phénomène de contagion. Nous pensons que la bourse de Tunis reste à l'abri de la crise financière mondiale, et que sur le moyen terme, l'indice est chapeauté par une solide zone de résistance qui s'oppose à un mouvement de reprise durable. A l'échelle internationale, pour l'heure, toute tentative de reprise ne constitue qu'une vague mineure.

Les remèdes...vue par Maxula Bourse

A L'échelle internationale

- ✚ Par des temps difficiles, l'intervention des banques centrales par le biais des taux d'intérêt pour rebalancer les économies a montré certaines limites. Partant du constat que les banques constituent le moteur réel de l'économie et que celles-ci par une accélération de l'activité, accentuent les bulles en phase de croissance et par effet inverse aggravent les crises en période de récession, les banques centrales doivent agir au niveau des ratios prudentiels, qui en quelque sorte guident le comportement des banquiers. Nous préconisons une adéquation de ces ratios par flottement indexé au cycle économique, scénario ambitieux : en croissance, ces ratios doivent être revus à la hausse, contraignant les banques, à augmenter les réserves et à consolider leurs fonds propres. Au contrario, et en récession, où la consommation est réduite et où le besoin en liquidité est grand, ces ratios doivent revenir à leur niveau d'origine, offrant une marge de manœuvre aux banques.

A L'échelle nationale

- ✚ Nous incitons largement les banques à développer une culture d'épargne avant les crédits pour initier les tunisiens aux concepts de l'épargne. Un des enjeux de la microfinance est de passer d'une approche centrée sur les crédits (souvent couplés à l'épargne obligatoire) à une approche qui reconnaît l'importance de l'épargne et qui développe des produits d'épargne volontaire. La classe moyenne est une tranche cible de la population.
- ✚ La constitution d'une caisse de dépôts et de placement est préconisée pour la Tunisie. Cette entité para-publique a fait ses preuves dans des pays occidentaux tel que le Canada. Détenant une expertise et une capacité de gestion stratégique des fonds institutionnels, cette caisse jouera le rôle de contre poids aux possibles entrées et sorties des fonds étrangers sur le marché tunisien ainsi qu'une application plus efficace des orientations stratégiques du gouvernement en matière d'investissement.

Certaines des références et chiffres utilisés lors de l'étude sont tirés du Journal Des Finances (N°6304).

ANNEXE (1)

Banques	Ratio de Liquidité	Marges d'intérêts
Amen Bank	103,8%	54,9%
ATB	106,4%	28,8%
Attijeri Bank	103,4%	48,5%
BH	141,0%	58,1%
BIAT	106,8%	54,8%
BNA	117,2%	56,2%
BT	125,3%	68,4%
STB	119,9%	71,4%
UBCI	108,13%	56,8%
Moyenne sectorielle	116,04%	55,68%

Assurances	FP/ Total Actif
Astree	22,9%
STAR	30,5%
Moyenne sectorielle	25,2%

Leasing	Dettes/FP	Résultat d'exploitation / Charges Financières (x)	FP/Total Actif
ATL	600,80%	0,52	12,38%
Attijari Leasing	644,36%	0,20	11,83%
CIL	709,64%	0,43	11,20%
El Wifack Leasing	378,70%	0,51	17,64%
Tunisie Leasing	424,97%	0,68	17,09%
Moyenne sectorielle	524,83%	0,56	14,73%

Télécommunications	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
SOTETEL	1,09%	-1,59 (*)

Services aux consommateurs	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
ARTES	1,37%	394,03
MAG Général	10,40%	-1,86 (**)
Monoprix	45,33%	18,72
SOTUMAG	0	0,00
Moyenne sectorielle	19,62%	187,63

Santé	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
ADWYA	11,76%	5,92
SIPHAT	53,63%	20,92
Moyenne sectorielle	22,98%	9,94

Biens de Consommation	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
ASSAD	71,03%	14,03
ELECTROSTAR	88,99%	3,05
GIF	0,00%	11,08
SFBT	28,22%	24,68
SEQ	33,83%	4,49
Moyenne sectorielle	34,15%	22,39

Industries	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
ESSOUKNA	80,42%	2,73
SIAME	52,13%	2,86
SIMPAR	87,38%	2,47
STIS	30,75%	6,03
SOMOCER	25,08%	3,02
SOTUVER	76,60%	3,30
Moyenne sectorielle	47,52%	3,46

Matériaux de Base	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
Air Liquide	0,32%	0,00
ALKIMIA	5,95%	6,15
ICF	0,00%	20,94
TPR	9,84%	18,92
Moyenne sectorielle	4,86%	10,23

Pétrole et Gaz	Dettes/FP	EBITDA/Charges Financières (x)
SOTRAPIL	0,05%	100,53

(*) : L'EBITDA trailing 2008 de la SOTETEL s'est établie à -1,030 MDT, pour un résultat d'exploitation de -5,489 MDT.

(**) : L'EBITDA trailing 2008 du Magasin Général s'est établie à -2, 947 MDT, pour un résultat d'exploitation de -15,055 MDT.

Trailing : du 30-06-2007 au 30-06-2008

ANNEXE (2)

SOCIETE	RN Trailing 08 (MDT)	Cours au 13-10-08	PER Trailing 08	Yield	PBK	Prime ou Escompte // au PER du marché
ADWYA	3,927	6,32	17,70	3,90%	4,45	56,5%
AIR LIQUIDE	7,900	211	21,56	4,77%	5,92	95,9%
ALKIMIA	7,082	37,06	10,19	5,65%	1,34	-4,6%
AMEN BANK	36,683	32,53	7,54	3,47%	0,98	-30,1%
ARTES	41,603	10,85	6,65	7,40%	5,13	-42,3%
ASSAD	7,162	12,58	14,05	2,31%	4,12	26,2%
ASTREE	11,769	64,81	22,03	2,53%	4,99	134,0%
ATB	30,104	7,39	14,73	2,25%	2,21	31,1%
ATL	4,015	3,9	16,51	3,88%	2,45	42,8%
ATTIJARI BANK	6,812	14,2	62,54	-	4,03	-
BH	60,348	28	8,35	2,13%	1,48	-26,8%
BIAT	23,152	37,9	27,83	2,66%	1,52	140,6%
BNA	33,355	8,3	4,98	4,93%	0,42	-57,6%
BT	63,839	115,4	13,56	2,51%	2,36	18,3%
CIL	4,038	22,8	14,12	3,41%	2,26	18,6%
ELECTROSTAR	3,287	8,2	4,37	7,30%	0,20	-61,9%
ESSOUKNA	1,726	4,15	7,23	6,20%	0,83	-41,3%
GIF	1,564	2,89	11,44	5,56%	1,18	-6,9%
ICF	8,650	49,99	5,20	6,97%	0,95	-54,5%
MAG GEN	-12,584	47,5	-	ND	10,98	-
MONOPRIX	15,260	126,01	15,27	4,41%	5,87	34,0%
POULINA*	-	7,2	-	3,57%	-	-
SFBT	46,585	12	14,43	4,72%	4,09	27,5%
SIAME	1,431	1,7	16,68	6,71%	1,24	40,2%
SIMPAR	1,384	25,6	12,95	4,63%	0,88	19,0%
SIPHAT	2,684	14,3	9,59	4,88%	0,73	-16,2%
SITS	2,008	2,17	14,05	5,00%	1,16	24,1%
SOMOCER **	4,365	2,8	14,82	-	1,57	32,8%
SOTETEL	-5,300	14,2	-	-	1,16	-
SOTRAPIL	1,658	12,72	24,14	-	2,60	106,9%
SOTUMAG	1,519	1,74	10,31	6,47%	0,73	-12,2%
SOTUVER	4,873	19,94	5,17	-	1,17	-55,1%
SPDIT-SICAF	6,999	4,63	17,78	6,44%	2,43	56,0%
STAR	17,753	93	7,86	-	4,49	-32,0%
STB	32,119	9,38	7,26	4,47%	0,51	-39,6%
STEQ	0,562	12,61	31,41	7,26%	0,91	188,3%
TINV-SICAR	0,535	11,36	20,51	6,44%	1,76	71,0%
TPR	12,487	6	15,38	3,72%	3,42	32,2%
TLS	9,435	26,09	15,49	2,93%	2,58	32,3%
TUNISAIR*	-	3,15	-	1,61%	-	-
UBCI	20,460	46,02	22,49	2,61%	2,80	96,0%
UIB*	-	14,25	-	-	-	-
WIFAK	1,214	8,05	13,26	4,12%	1,33	21,9%
PER du marché			11,49			

- (*) Au 13-10-2008, les sociétés suivantes n'ont pas encore publiées les états financiers intermédiaires relatifs au premier semestre 2008.
- PER = Capitalisation Boursière / Résultat Net PBK = Capitalisation Boursière / Capitaux propres
Yield = Dividende / Cours.
- (**) Notons que pour SOMOCER, en se basant sur les chiffres prévisionnels fournis par le management et relatifs aux états consolidés de la société, le PER 2008 serait de 9,5x.

SOCIETE	RN Trailing 08 (MDT)	RN au 30-06-2007 (MDT)	RN au 30-06-2008 (MDT)	Croissance des bénéfices
ADWYA	3,927	1,62	2,05	26,47%
AIR LIQUIDE	7,9	4,68	4,61	-1,55%
ALKIMIA	7,082	- 0,00167	7,80	466 558,55%
AMEN BANK	36,683	10,07	17,33	72,14%
ARTES	41,603	6,56	12,48	90,14%
ASSAD	7,162	1,63	3,11	90,43%
ASTREE	11,769	5,09	6,26	22,91%
ATB	30,104	8,42	13,21	56,84%
ATL	4,015	1,97	2,64	33,49%
ATTIJARI BANK	6,812	0,21	16,44	7 764,59%
BH	60,348	18,70	27,91	49,31%
BIAT	23,152	10,31	11,96	15,99%
BNA	33,355	10,03	15,28	52,32%
BT	63,839	24,27	27,96	15,19%
CIL	4,038	1,13	1,70	50,14%
ELECTROSTAR	3,287	1,76	2,16	23,04%
ESSOUKNA	1,726	0,91	0,80	-11,49%
GIF	1,564	0,98	0,90	-8,86%
ICF	8,65	4,70	5,29	12,60%
MAG GEN	-12,584	0,42	-2,19	-622,50%
MONOPRIX	15,26	4,63	3,04	-34,44%
POULINA*	-	-	-	-
SFBT	46,585	32,00	34,27	7,10%
SIAME	1,431	0,89	0,55	-38,09%
SIMPAR	1,384	1,24	1,05	-15,16%
SIPHAT	2,684	1,13	1,56	38,24%
SITS	2,008	0,11	1,14	978,30%
SOMOCER	4,365	2,39	2,72	14,21%
SOTETEL	-5,3	-1,88	-1,77	-6,06%
SOTRAPIL	1,658	0,71	0,53	-25,95%
SOTUMAG	1,519	0,77	0,68	-12,64%
SOTUVER	4,873	0,07	0,87	1 141,07%
SPDIT-SICAF	6,999	7,05	6,50	-7,84%
STAR	17,753	0,52	12,38	2 285,94%
STB	32,119	11,91	12,46	4,56%
STEQ	0,562	28,80	32,31	12,20%
TINV-SICAR	0,535	0,69	0,52	-24,47%
TPR	12,487	5,59	6,95	24,38%
TLS	9,435	3,31	6,37	92,29%
TUNISAIR*	-	-	-	-
UBCI	20,46	9,79	12,83	31,02%
UIB*	-	-	-	-
WIFAK	1,214	0,55	0,68	25,12%
Croissance des bénéfices du marché				4512,12%
Croissance des bénéfices du marché (hors Alkimia, Attijaribank, STAR)				21,42%