

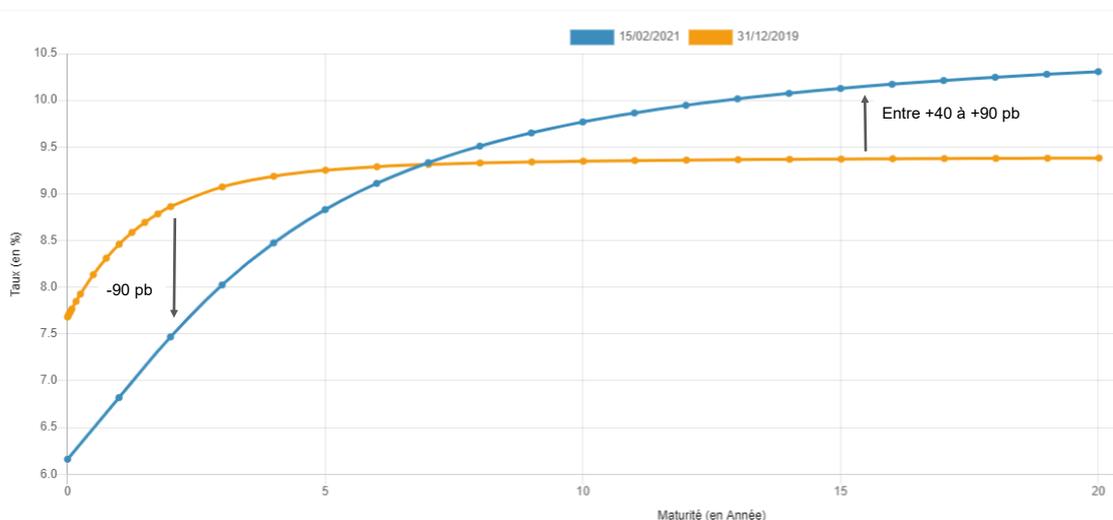
Marché primaire des bons du Trésor

▪ Sur toute l'année 2020, le Trésor a effectué 14 adjudications en BTA (y compris deux adjudications d'échange), ce qui lui a permis de lever 3258MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 2150MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 5851MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 250MDt). Ce montant tient compte de sept émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques et qui sont assorties de la garantie pour le rachat par la BCT, et ce pour 4,3 milliards de dinars. Les soumissionnaires, et plus précisément les banques, ont été au rendez vous, offrant 90% du montant annoncé par le Trésor tout au long de l'année.

▪ L'année 2020 a connu une forte augmentation de l'encours du Trésor. En une année, il a progressé de 24% à 17,7 milliards de dinars (dont 15 milliards de dinars de BTA et 2,4 milliards de dinars de BTC). La situation des caisses de l'Etat est de plus en plus tendue depuis l'éclatement de la crise sanitaire en Mars dernier. En plus des dépenses exceptionnelles nécessitées par la lutte contre la pandémie et du manque à gagner en termes de recettes fiscales induit par le grippage de l'activité économique, le Trésor a dû faire face, en 2020, au dérapage de la masse salariale (+16,6% à 19,5 milliards de dinars) et à une augmentation du fardeau du service de la dette (+20,7% à 11,6 milliards de dinars).

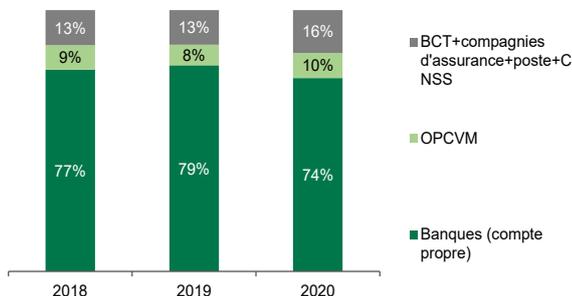
▪ Les taux des émissions primaires ont affiché une hausse moyenne entre 40 et 90 points de base sur les maturités longues (au-delà des 10 ans) depuis le début de l'année. Sur le court terme, les taux ont baissé de 90 points de base en moyenne suite aux deux baisses successives du taux directeur (de 100pb en mars et de 50pb en octobre). Il convient de préciser qu'une nouvelle courbe des taux, reflétant mieux la réalité du marché, a été mise en place depuis le mois de mars 2020.

Courbe des taux



En MDt	2018	2019	2020	Budget 2020
BTA	1216	696	3258	2150
BTC	1516	436	5 851	250
Total émissions du Trésor	2 732	1 132	9 109	2 400

Encours de la dette par souscripteur



Structure de l'encours du Trésor



▪ Dans la continuité des dernières années, l'encours de la dette publique est principalement porté par les banques (74%), malgré l'encadrement de la politique de placement en bons du Trésor depuis 2018*. Et pour cause, les bons du Trésor constituent un support de refinancement des banques auprès de la Banque Centrale et leur permettent de générer des revenus de placements conséquents.

* Il s'agit de : 1) l'obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor, 2) le passage à la valorisation selon le modèle « Mark-to-Market » à partir de 2018 et 3) l'introduction d'une nouvelle répartition des contreparties du refinancement auprès de la BCT en exigeant une quotité fixe de 40% sous forme de titres publics négociables.

- En 2020, les OPCVM et les investisseurs institutionnels autres que les banques ont repris de l'intérêt pour les BTA mais leur contribution reste faible étant donné que les taux monétaires restent encore intéressants.

Marché secondaire des bons du Trésor

- Sur l'année 2020, le volume échangé sur le marché secondaire a plus que quadruplé à 24,1 milliards de dinars.

▪ **Les transactions en Bourse** ont totalisé à peine 109MDt, et portent presque intégralement sur les BTA.

- Le marché du REPO continue à attirer les investisseurs en 2020. 2510 opérations (contre 789 deals en 2019) ont été réalisées dans le cadre du mécanisme de la **pension livrée** pour un montant de 11,6 milliards de dinars principalement sur les maturités comprises entre 1 et 7 jours.

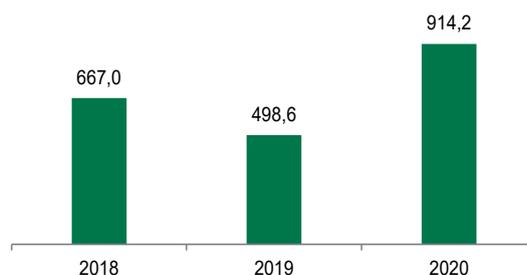
Volume échangé (MDT)	2019	2020	Variation
Bourse	196	109	-44%
Marché de gré à gré	1 943	7 140	3,7x
Open Market	459	5 178	11,3x
Pension Livrée	3 056	11 629	3,8x
Total	5 655	24 056	325%

Marché des obligations privées

- En 2020, le marché obligataire a affiché un regain de vigueur notable. Le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1% et le relèvement du taux de la retenue à la source libératoire sur les dépôts à terme et les certificats de dépôt de 20% à 35% ont orienté l'épargne vers les placements obligataires. A noter que la décision concernant la retenue à la source a été annulée par la loi de finances de 2021.

- En 2020, les capitaux levés sur le marché des émissions obligataires privées ont totalisé 914,2 MDt en forte progression de 83,4% par rapport à 2019.

Evolution des émissions obligataires privées (en MDt)



Les perspectives de l'année 2021

- Le budget de l'État pour 2021 s'élève à 51,8 milliards de dinars, soit une progression de 4% par rapport au budget de 2020 dans sa version rectifiée. En 2021, le Gouvernement prévoit de se tourner fortement vers les financements extérieurs pour combler ses besoins de trésorerie. La Tunisie devrait emprunter 18,7 milliards de dinars (dont 70% auprès des ressources extérieures) alors qu'elle devra faire face à un service de la dette important (un montant de 15,5 milliards de dinars). Le budget prévoit un apaisement de l'activité du Trésor sur le marché de la dette interne, comparativement à 2020 avec des émissions en baisse de 53% à 5,6 milliards de dinars.

▪ Au vu de l'importance du remboursement de la dette publique sur la nouvelle année, les pressions sur les caisses de l'Etat devraient continuer durant l'année 2021. Nous pensons que les adjudications d'échange vont devenir plus fréquentes en 2021. Hormis la ligne de BTA « Janvier 2021 » qui a fait l'objet de l'adjudication d'échange du mois de janvier, le Trésor devrait rembourser deux lignes de BTA (BTA « Juin 2021 » et BTA « Novembre 2021 ») pour une valeur globale de 802MDt.

▪ **Quelle tendance afficheront les taux en 2021?** Une question d'autant plus complexe que les marges sur le policy-mix se resserrent de plus en plus et que l'environnement profondément marqué par la crise de la Covid-19 est devenu imprévisible.

▪ Cependant, nous pensons que l'évolution des taux courts sera intimement liée aux évolutions du taux directeur. Dans un scénario où l'inflation sera de plus en plus maîtrisée et où les dégâts de la crise sont plus importants que prévus (chiffres du T4 2020 et du T1 2021 de la croissance du PIB décevants), la BCT devrait très vraisemblablement abaisser davantage son taux directeur, entraînant vers le bas les taux courts. Quant aux taux longs, leur évolution dépendra des projections du marché de la situation des finances publiques. Étant aujourd'hui alarmante, cette situation devrait tirer davantage les taux longs vers le haut en 2021.

Responsable SVT

Meriam BERGAOUI

Mail : bmeriem@tunisievaleurs.com