

## Opportunités d'investissement en bourse

- Conjoncture économique internationale et nationale
- Rétrospective boursière 2020 et perspectives 2021
- Portefeuille type de Tunisie Valeurs
- Valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA
- Valeurs sous surveillance positive

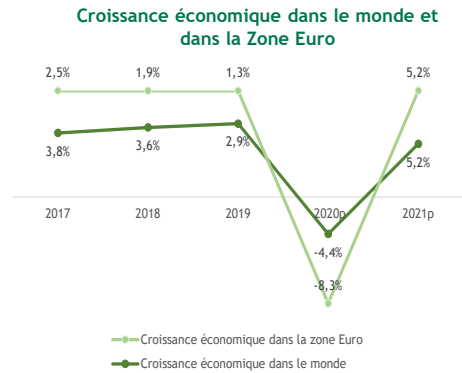
**Tunisie Valeurs**  
LA MAISON DE L'ÉPARGNANT

## Conjoncture économique internationale : Une reprise tempérée par les soubresauts de la pandémie

■ Sous l'emprise de la crise sanitaire Covid-19, les économies mondiales ont connu une récession sans pareille. Les confinements décrétés pour endiguer la crise, paralysant totalement certains secteurs et les échanges extérieurs et provoquant une montée fulgurante du chômage, ont mis à genoux la plupart des économies mondiales. La plupart des banques centrales ont adopté des mesures expansionnistes pour soutenir leurs économies.

■ Après avoir révisé deux fois à la baisse en Avril et en Juin ses prévisions de croissance mondiale, le Fonds Monétaire International a revu à la hausse, en octobre 2020, ses projections. Le taux de croissance mondiale s'établirait à -4,4 % en 2020, soit 0,8 point de pourcentage au-dessus des prévisions de Juin et ce grâce à l'accélération de l'activité globale aux mois de Mai et en Juin notamment dans les pays qui ont réouvert leurs économies et levé les restrictions aux dépenses. Cette révision à la hausse a touché la majorité des économies avancées à l'instar des Etats-Unis (qui devrait se contracter de -4,3% au lieu de -8% prévu précédemment), de la Zone Euro (-8,3% contre -10,2% prévu en Juin). La France, le premier partenaire commercial de la Tunisie devrait afficher une récession de -9,8% contre -12,5% prévue en Juin. Les pays émergents et en voie de développement devraient connaître une décroissance de seulement -3,3%. La croissance Chinoise, s'établirait à 1,9% contre 1% prévu auparavant après une croissance de 6,9% en 2019.

■ En 2021, une croissance du PIB de 5,2% est attendue, soit 0,2 point de moins que dans la mise à jour de juin 2020. Face à la recrudescence des cas touchés par la pandémie et le ralentissement de l'ouverture de plusieurs pays, le fonds a opté pour plus de prudence.



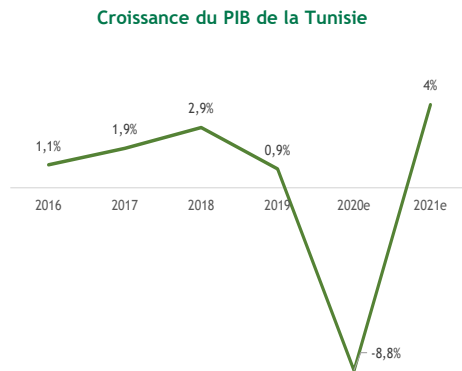
Source: FMI

## Conjoncture économique nationale: une crise inédite

■ En 2020, les retombées économiques de la crise sanitaire en Tunisie ont été ravageuses. Les indicateurs économiques en fin d'année, qui tiennent compte d'un confinement d'environ 3 mois, font état d'une contraction historique du PIB (de 8,8% en 2020 contre une croissance de 0,9% en 2019), d'une aggravation des déséquilibres budgétaires déjà marqués (un déficit budgétaire de 11,4% en 2020 contre un déficit de 3,6% une année auparavant) et de la flambée de l'endettement public (88% du PIB contre 72,5% en 2019). En contrepartie, nous notons une atténuation graduelle de l'inflation portant notamment la marque de la baisse des prix de l'énergie. La détente constatée au niveau des réserves en devise (160 jours d'importation au 29 décembre 2020) traduit notamment la chute des dépenses d'investissement (-37,7%) ainsi que le manque de dynamisme des échanges extérieurs. En 2021, le gouvernement table sur une croissance de 4% soutenue par la reprise des services marchands et des industries manufacturières.

### 1) Une récession inédite

■ Après un deuxième trimestre morbide (PIB en recul de 20,1% par rapport au 1<sup>er</sup> trim. ) fortement impacté par le confinement général, l'amorce d'une forte reprise au troisième trimestre de (PIB en hausse de +19,4 % par rapport au trimestre précédent), le PIB s'est retrouvé encore une fois en zone rouge (en baisse de -0,3% au dernier trimestre) suite à la résurgence de la pandémie. Selon l'Institut National des Statistiques, le PIB national a enregistré une chute historique de 8,8% en 2020. Il s'agit de la plus forte récession qu'ait connue la Tunisie depuis son indépendance en 1956.



Source: INS et Ministère des finances

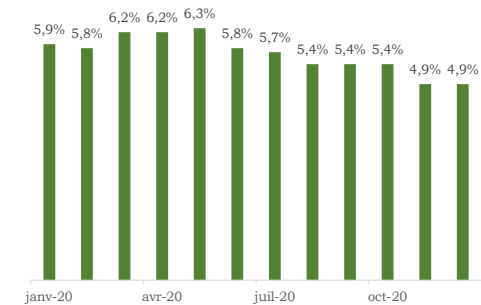
« Sous l'emprise de la crise sanitaire en 2020, le PIB de la Tunisie a subi une contraction historique de 8,8% »

▪ Lors de sa dernière mission en Janvier 2021, le FMI a estimé que le PIB réel de la Tunisie en 2020 aurait reculé de 8,2% et que la reprise serait de 3,8% en 2021. Le fonds a précisé que la reprise est fortement corrélée à la durée et l'intensité de la pandémie ainsi qu'à l'efficacité de la campagne de vaccination.

## 2) Poursuite de la détente de l'inflation

▪ En décembre 2020, le taux d'inflation s'est stabilisé à 4,9%. Depuis le début de l'année, l'inflation a connu une tendance baissière allant de 5,9% en janvier 2020 à 5,8% au mois de février, suivi d'un rebond transitoire à 6,3% durant les mois du confinement sanitaire en raison de la pandémie du Covid-19, puis un retour à une détente inflationniste progressive pour marquer dans un premier temps un palier à 5,4% d'août à octobre puis un second palier à 4,9% en novembre et décembre. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établie à 5,6% contre 6,7% en 2019 et 7,3% en 2018. Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est stabilisé à 5,9% après 6,1% en octobre et 6,3% en septembre 2020. Selon la BCT, l'inflation devrait connaître un apaisement pour s'établir au voisinage de +4,8% au cours du premier trimestre de 2021 (contre +5,0% au T4-2020).

Evolution de l'inflation moyenne



Source: BCT

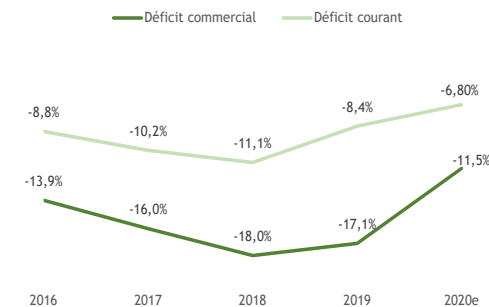
## 3) Une balance commerciale en diète et des réserves de change en amélioration

▪ **Affaïssement des exportations** : Durant l'année 2020, les ventes à l'export ont accusé une baisse de -11,7% pour s'établir à 38,7Mds Dt. Ce repli observé a concerné plusieurs secteurs notamment celui des textiles et d'habillement, des industries mécaniques et électriques, de l'énergie et des mines, phosphates et dérivés.

▪ **Fléchissement des importations** : Dans le même sillage, les importations ont enregistré une baisse encore plus prononcée que celle des exportations. Elles se sont dégringolées de -18,7% pour totaliser 51,4Mds Dt. La baisse des importations est due à la baisse enregistrée au niveau des importations des biens d'équipement, des matières premières et demi-produits, des biens de consommation et de l'énergie sous l'effet de la diminution des achats des produits raffinés et de gaz naturel. Par conséquent, le déficit commercial s'est réduit de 6,7Mds Dt pour s'établir à un niveau de 12,8Mds Dt, soit 11,5% du PIB. Le taux de couverture a gagné 5,9 points pour s'établir à 75,2%.

▪ Dans ce topo macro, la seule amélioration relative se trouve dans la **consolidation du niveau des avoirs nets en devises** (atteignant les 22,9Mds Dt ou 162 jours d'importation en fin de l'année contre 19,1Mds Dt et 108 jours d'importation à la même date de l'année précédente). Une amélioration qui trouve son origine, essentiellement, dans la forte atténuation du déficit commercial (repli des importations à un rythme plus accéléré que celui des exportations (-18,7% et -11,7%, respectivement). Par ailleurs, l'activité touristique et les entrées nettes des capitaux (prêts/emprunts et les investissements étrangers) ont connu, également, une forte baisse au cours de l'année 2020, impactés par la crise COVID,

Evolution des principaux soldes extérieurs



Source: FMI, BCT

## 4) Un déficit budgétaire qui se creuse et un endettement alarmant

▪ Les retombées de la crise sanitaire sur les recettes propres de l'Etat en 2020 ont été de lourde ampleur. Comparée à la loi de finance de 2020, la loi de finance rectificative a prévu un fléchissement de 16,9% des recettes fiscales à 26,4Mds Dt et un repli de 27,4% des recettes non fiscales à 3,8Mds Dt.

▪ Du côté des dépenses, la masse salariale continue de constituer un lourd fardeau sur les finances publiques, puisant 39,3% du budget de l'état et représentant 17,6% du PIB en 2020 ( l'un des taux le plus élevé au monde). D'un autre côté, les dépenses d'investissements ont chuté de 37,7% à 3,8Mds Dt. Des mesures exceptionnelles d'aide aux entreprises affectées par la Covid-19 d'une valeur de 1,1Mds Dt ont été engagées courant 2020. Selon les autorités gouvernementales, le déficit budgétaire s'établirait à 12,6Mds Dt, soit 11,4% du PIB contre 3,6% du PIB une année auparavant. Il convient de préciser que l'aggravation du déficit s'explique également par un transfert supplémentaire aux entreprises publiques.

**<< Le niveau soutenu des réserves en devises traduit notamment la forte atténuation du déficit commercial >>**

En 2021, sur fond d'une amélioration de la collecte d'impôts après une année subissant de plein fouet les retombées de la crise sanitaire Covid-19, les recettes fiscales seraient en hausse de 13,9% à 29,8Mds Dt, une recette qui demeure néanmoins inférieure au montant prévu au budget de l'Etat initial de 2020. Il en ressort un déficit budgétaire de l'ordre de 7,9Mds en 2021 soit 6,6% du PIB.

L'exacerbation des déséquilibres budgétaires en l'absence d'une croissance ferme et solide, aggrave encore le problème du surendettement structurel du pays. L'encours de la dette publique devrait ainsi atteindre la barre des 100Mds Dt pour s'établir à 109 Mds Dt en 2021 et représenter ainsi 91% du PIB en 2021.

## Evolution du budget de l'Etat

En M.Dt	2017	2018	2019	2020 LFC	2021 LF
<b>Recettes Propres</b>	<b>23 891</b>	<b>27 942</b>	<b>32 185</b>	<b>30 221</b>	<b>33 109</b>
Fiscales	21 187	24 503	28 901	26 407	29 825
Non fiscales	2 705	3 439	3 284	3 814	3 284
<b>Dépenses de gestion</b>	<b>21 432</b>	<b>23 680</b>	<b>26 433</b>	<b>33 753</b>	<b>32 308</b>
dont salaires	14 352	14 776	16 765	19 547	20 118
dont compensations	3 492	4 900	4 790	4 486	3 101
<b>Dépenses d'investissement</b>	<b>5 730</b>	<b>5 945</b>	<b>6 140</b>	<b>3 826</b>	<b>3 320</b>
<b>Service de la dette</b>	<b>7 005</b>	<b>7 928</b>	<b>9 601</b>	<b>11 588</b>	<b>15 531</b>
Principal	4 745	5 127	6 396	7 454	11 501
Intérêt	2 260	2 802	3 205	4 134	4 030
<b>Déficit primaire</b>	<b>-3 396</b>	<b>-1 880</b>	<b>-488</b>	<b>-7 903</b>	<b>-2 619</b>
En % du PIB	-3,5%	-1,8%	-0,4%	-7,1%	-2,2%
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-5 977</b>	<b>-5 056</b>	<b>-4 142</b>	<b>-12 649</b>	<b>-7 094</b>
en % du PIB	6,13%	4,74%	3,64%	11,40%	5,90%

Source: Ministère des finances

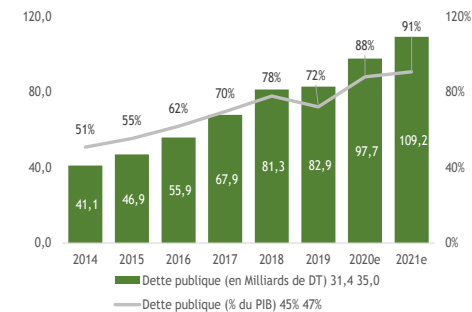
## III) Perspectives

La pandémie Covid-19 a aggravé les déséquilibres macroéconomiques déjà marqués de la Tunisie. Confronté à un bilan épidémiologique inquiétant et à une montée fulgurante du chômage et de la pauvreté, les défis des autorités nationales sont de taille au vu du resserrement budgétaire et de l'aggravation de l'endettement public.

Selon le Fonds Monétaire International, s'extirper de cette crise doit passer par l'adoption d'un plan de réforme exhaustif, crédible et bien communiqué afin de bénéficier du soutien fort de la société tunisienne et de ses partenaires internationaux. Il s'agit selon le Fonds, d'un pacte social qui devrait exercer un contrôle sur la masse salariale de la fonction publique, les subventions énergétiques mal ciblés, le secteur informel, la fiscalité (non équitable), la corruption et l'environnement des affaires. Le FMI recommande également aux autorités de mettre en place un plan de réformes des entreprises publiques, notamment que les risques budgétaires et financiers deviennent grandissants surtout que plusieurs grandes entreprises publiques, bénéficiant de la garantie de l'état, risquent la faillite sous le fardeau de la dette.

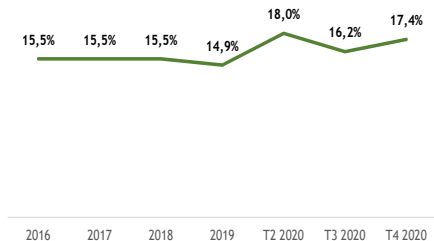
En effet, le désendettement de l'Etat ne pourrait s'amorcer qu'avec des efforts d'assainissement des entreprises publiques et la sortie graduelle de la trappe de faible croissance pour que le Gouvernement puisse substituer le recours à l'endettement par des ressources propres plus soutenues. Ce plan de réforme à moyen terme comportant des mesures douloureuses (notamment celles d'ordre social) pourrait assurer une croissance durable et inclusive à moyen terme et une soutenabilité de la dette.

## Evolution des principaux indicateurs d'endettement public



Source: BCT

## Evolution du chômage



Source: INS

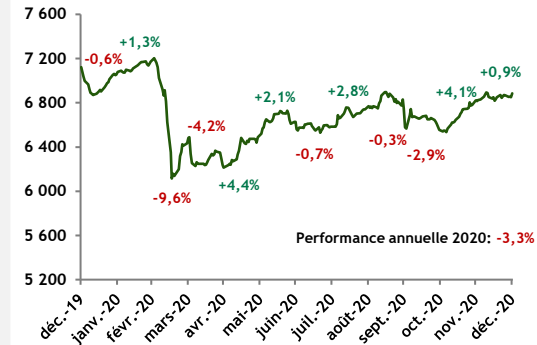
◆ Alors que l'année 2020 a commencé sous de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. L'apparition de la Covid-19 et sa transformation rapide en une pandémie a forcé l'arrêt de pans entiers de l'économie mondiale et brouillé les cartes des experts de tous bords, de la communauté boursière et des preneurs de décision.

◆ En Tunisie, à l'image des principales places boursières mondiales, la réaction du marché actions ne s'est pas fait attendre. Mais, le faible bilan épidémiologique de la crise lors de la « première vague » de la pandémie, la réactivité des pouvoirs publics, de la BCT et des autorités du marché, la faible exposition aux investisseurs étrangers de portefeuille et l'absence des secteurs les plus sinistrés par la crise de la cote ont permis de limiter les dégâts.

◆ La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 avec l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et de l'occurrence d'un choc de croissance positif rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la baisse des taux, le plafonnement des rémunérations sur les comptes à terme à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.

◆ D'un point de vue fondamental, il va sans dire que les retentissements de la crise de la Covid-19 ont jeté une ombre sur les perspectives des sociétés cotées et devraient se faire ressentir sur leurs réalisations sur la période 2020-2021. Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'investissement à dominante défensive. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible.

Evolution du Tunindex en 2020



## 2020: un parcours perturbé par la crise de la Covid-19

■ Après un début d'année « morose » perturbé par les tractations politiques autour de la formation du premier Gouvernement post-élections de 2019, le marché a succombé à un mouvement de panique depuis la découverte du premier cas positif à la Covid-19 en Tunisie (début mars). Les pressions vendeuses ont atteint leur paroxysme les séances du 13, 16 et 17 mars 2020 au cours desquelles le Tunindex a cumulé une baisse de 10%.

■ Le décret du confinement général à partir du 22 mars, le desserrement de la politique monétaire (baisse du taux directeur de 100 points de base à 6,75% et assouplissement de la réglementation prudentielle et de la politique de refinancement) et l'annonce de mesures exceptionnelles par les pouvoirs publics et la BCT en faveur des entreprises et des particuliers ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs dans les actions cotées. C'est surtout la décision des autorités du marché d'écourter les séances de cotation et de rétrécir la fourchette des variations des cours à ± 3% par séance\* (contre ± 6% auparavant) qui a limité le coup de froid sur le marché.

■ La bonne gestion de la crise et son faible coût humain lors de la première vague du Coronavirus, poussant les autorités à entamer le déconfinement progressif ont alimenté une reprise boursière depuis le début du mois de mai jusqu'au mois de juin. Le mouvement de rattrapage boursier a pris fin au mois de juillet sur fond d'instabilité politique en raison de la démission du chef du Gouvernement suivi par l'afflux des indicateurs d'activité du T2 2020, laissant entrevoir les dégâts de la crise de la Covid-19 (une régression du chiffre d'affaires agrégé des sociétés cotées de 12% sur la première moitié de 2020 comparativement à la même période de 2019).

« Durant l'année 2020, l'activité boursière a connu des moments difficiles et une forte volatilité. L'éclatement de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement le volume des échanges et la tendance générale du marché »

\* Ces règles exceptionnelles de cotation ont été appliquées sur la période allant du 18 mars au 5 juin 2020.

La nomination du nouveau Gouvernement de M. Hichem MECHICHI, en septembre 2020, n'a pas totalement dissipé les appréhensions du marché. La propagation rapide de la deuxième vague de la Covid-19 et les craintes sur un deuxième épisode de confinement général ont pesé sur le sentiment du marché.

A partir du mois de novembre, malgré la situation sanitaire encore délicate, la succession d'annonces favorables sur l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et la perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 ont alimenté un retour de confiance des investisseurs dans les actions. Au final, le marché a terminé l'année avec une correction de -3,3%, contre une baisse de -2,1% en 2019. La Bourse de Tunis figure, ainsi parmi les marchés les moins touchés par la crise en Afrique et dans la région MENA.

Une autre raison explicative -et non des moindres- de la relative résistance du marché actions tunisien est la non-représentativité de la cote de la réalité du tissu économique. Des secteurs susceptibles d'être très impactés par la crise sont aujourd'hui absents de notre marché. Il s'agit du tourisme avec ses deux versants l'hôtellerie et la restauration, l'artisanat, les secteurs importateurs comme les franchises et les sociétés du commerce international et le transport aérien et maritime (excepté le transporteur national Tunisair qui est sanctionné depuis plusieurs années en bourse en raison de problèmes structurels de gouvernance et de surendettement).

Le constat est moins brillant sur le front des échanges. Le volume des transactions s'est contracté de 6,8% à 1,4 milliard de dinars en 2020. Le marché des blocs, qui était un véritable relais pour les échanges sur la cote, a nettement perdu de sa vigueur. En effet, une soixantaine de transactions de bloc ont eu lieu en 2020, drainant un volume additionnel de 229,9MDt (contre 72 transactions portant sur 454,3MDt en 2019).

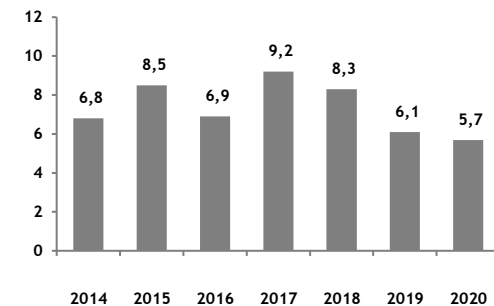
La crise actuelle a, de surcroît, accentué la défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de la place de Tunis. Longtemps préoccupés par les difficultés post-Révolution de l'économie tunisienne et par les craintes sur un nouvel épisode du glissement du dinar, les investisseurs étrangers ont été davantage refroidis par le spectre de la récession en Tunisie et ailleurs dans le monde. Les investisseurs étrangers ont enregistré, en 2020, un flux net vendeur de 85,9MDt. Force est de constater que la Tunisie, à l'instar de la crise des Subprimes de 2008, n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers comme cela a été le cas pour la majorité des places financières internationales. Représentant 25,3% de la capitalisation boursière globale, la participation étrangère a pour l'essentiel une vocation stratégique et stable. Une très faible part de la capitalisation des étrangers est flottante et volatile. Estimée aux alentours de 2% à 4%, cette frange d'investisseurs de portefeuille a généralement (à moyen et long termes) peu d'effets sur les mouvements du marché.

Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds, les entreprises étant focalisées à gérer la crise et à puiser sur les lignes de crédits disponibles. Seule l'augmentation de capital de **Carthage Cement**, entamée en début d'année, a été clôturée par appel à l'épargne publique sur le marché. Cette opération (une levée de 206MDt, soit 77% du montant projeté) devrait permettre au cimentier de restructurer sa dette auprès des banques de la place.

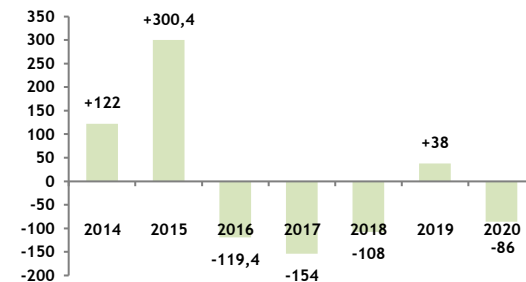
Après une année 2019 blanche sur le front des introductions en bourse, 2020 a été marquée par un retour au papier frais. Le Groupe **Assurances Maghreb** riche de 45 ans d'expérience dans l'assurance et 3<sup>ème</sup> acteur sur le marché en termes de primes émises a intégré le marché principal en ouvrant son capital au public à hauteur de 30%. Valorisant le Groupe à 250MDt, la mise sur le marché de **Maghreb** a connu un succès, récoltant une demande globale de nettement supérieure à l'offre (un taux de sursouscription de 11,4x). L'introduction en bourse de **Maghreb** ne manquera pas de donner un souffle nouveau au marché actions et d'enrichir la représentation du secteur de l'assurance autrefois limitée à quatre acteurs seulement : **STAR**, **ASTREE**, **BH Assurance** et **Tunis Ré**. Avec un taux de pénétration de 2% seulement et une contribution de 5% dans la capitalisation de la bourse (à fin 2020), le secteur de l'assurance en général et Maghreb en particulier disposent d'un potentiel de croissance largement inexploité.

Région MENA		Afrique	
Place boursière	Performance annuelle 2020	Place boursière	Performance annuelle 2020
Turquie	39,6%	Zimbabwe	1035,5%
Arabie Saoudite	3,6%	Nigéria	49,3%
Qatar	3,2%	Malawi	7,1%
Abu Dhabi	-0,6%	Afrique du Sud	3,6%
Tunisie	-3,3%	Namibie	-5,7%
Maroc	-7,3%	BRVM	-7,2%
Oman	-8,1%	Kenya	-9,1%
Dubai	-9,9%	Tanzanie	-12,0%
Jordanie	-13,2%	Ghana	-14,0%
Egypte	-22,3%	Îles Maurice	-18,1%

Evolution des volumes moyens (en MDt)



Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



« 2020 a été marquée par un retour au papier frais après deux années d'absence d'introductions en bourse »

■ 2020 s'est caractérisée par la multiplicité des mouvements capitalistiques, des offres publiques d'achat et de retrait. La première opération de l'année a été l'acquisition par la BIAT d'un bloc majoritaire (de 50,5%) dans le capital de **Tunisie Valeurs**. Cette transaction a déclenché une OPA obligatoire sur le reste des actions portant la participation de la banque à plus de 98% de **Tunisie Valeurs**. Bouclée en avril dernier, l'OPA a été suivie par une OPR au terme de laquelle la société a été retirée de la cote et de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne. Le rapprochement entre la BIAT et **Tunisie Valeurs** s'inscrit dans une logique de synergies entre les métiers bancaires et du marché financier pour consolider le positionnement de chacun des acteurs sur son marché.

■ Une autre opération capitalistique a été menée en 2020. C'est l'acquisition d'une participation majoritaire (42,3%) dans le capital d'**Hexabyte** par la société 3S, holding détenant le fournisseur des services internet GlobalNet, et ce suite à la sortie de l'actionnaire fondateur M. Naceur HIDOUSSI du capital. Valorisant **Hexabyte** à 15,7MDt, cette transaction a aussitôt déclenché une OPA sur le reste du capital. Après l'OPA, le nouvel actionnaire de référence d'**Hexabyte** a retiré la société de la cote et de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne. L'acquisition d'**Hexabyte** par 3S s'inscrit dans le cadre d'un mouvement de consolidation du secteur des FSI (GlobalNet avec une part de marché de 15% et **Hexabyte** avec une part de marché de 6%) pour résister aux grands opérateurs Télécom et à TopNet, le leader du secteur qui détient aujourd'hui une part de marché de 65%.

■ Un troisième mouvement capitalistique a eu lieu en 2020, touchant le promoteur immobilier **SITS**. Après avoir franchi le seuil de 40% du capital de la société, le Groupe **Poulina** a été soumis à une Offre Publique d'Achat obligatoire visant le reste du capital du promoteur immobilier, au prix de 2,360Dt par action, ce qui valorise **SITS** à 36,8MDt. Cette opération pourrait mettre un terme aux problèmes de gouvernance de la société qui ont sévi sur les dernières années.

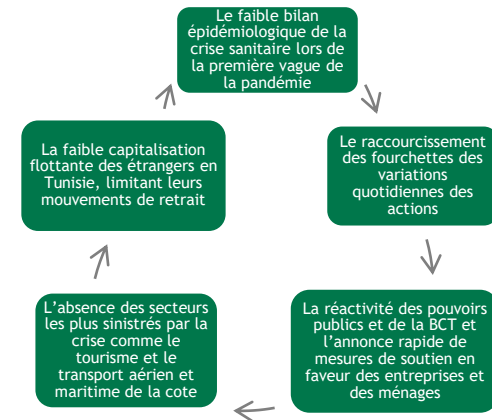
■ Après **Tunisie Valeurs** et **Hexabyte**, le distributeur des pièces de rechange pour véhicules automobiles et poids lourds **STEQ** envisage de se retirer de la bourse. Après avoir atteint une participation de 97% dans le capital, le Groupe **AREM** a lancé, à fin 2020, une OPR sur la société.

■ Les mouvements capitalistiques touchant les sociétés **Tunisie Valeurs**, **Hexabyte** et **SITS** ont beau réduire le nombre des sociétés cotées à 80 sociétés, au 31 décembre 2020, mais elles illustrent le rôle de la bourse en tant que tremplin pour les opérations de fusion-acquisition.

■ Sur le compartiment obligataire, le marché a connu un regain de vigueur des émissions surtout sur la deuxième moitié de l'année. Dix émissions obligataires par appel public à l'épargne ont pu être clôturées depuis le début de l'année pour une enveloppe totale de 380MDt (contre six levées pour 188,8MDt en 2019).

■ Pour l'industrie de la gestion d'actifs, le nombre des OPCVM en activité s'est élevé à 119. L'actif net de l'épargne collective a nettement repris du poil de la bête (+27,4% à 4,7 milliards de dinars, soit une collecte nette de 1 milliard du dinar). 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 lesdits produits de 20% à 35%\* ont orienté l'épargne vers les OPCVM, et partant vers le marché obligataire.

## Les raisons explicatives de la résilience du marché actions tunisien face à la crise de la Covid-19



« 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 ces placements de 20% à 35% ont orienté l'épargne vers les OPCVM, et partant vers le marché obligataire »

Chiffres clés du marché financier	2017	2018	2019	2020
Performance du Tunindex	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	21,9	24,4	23,7	23,1
Capitalisation boursière en % PIB	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%
Nombre de sociétés cotées	81	82	81	80
Volumes de transaction (en millions de dinars)	2 307	2 065	1 522	1 423
Participation étrangère	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%
Nombre d'OPCVM en activité	123	124	119	119
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 361	3 956	3 675	4 683

\* Laquelle décision a été annulée par la loi de finances de 2021.

2021: Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2021?

▪ Nous abordons l'année 2021 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2021 sera l'année du règlement plus au moins rapide de la crise sanitaire avec l'arrivée de plusieurs vaccins et celle d'une croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse de la politique budgétaire et monétaire ainsi que des mouvances politiques et sociales.

▪ La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 (+4% pour le Tunindex) le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. D'un autre côté, la baisse des taux\*, le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations (un PER moyen 2021 estimé de 9,2x pour le marché) devraient affaiblir la concurrence des placements bancaires et monétaires et continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.

▪ Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible troisième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressentis en 2021. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le stock picking demeure le mot d'ordre. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat incertain. L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement à moyen terme, d'au moins deux ans.

▪ Notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes:

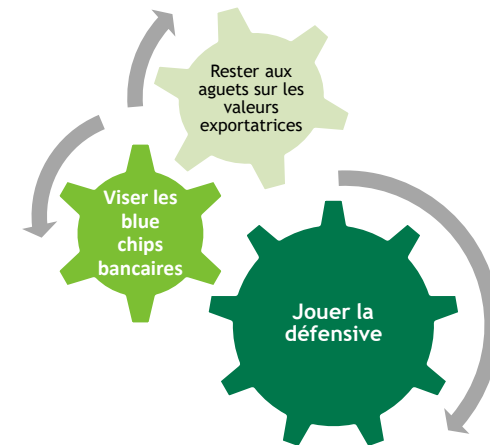
**1) Jouer la défensive:** Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SAH Lilas**, **SFBT**, **Délice Holding** et **Céréalis** dans la grande consommation et sur **Unimed** dans le secteur pharmaceutique. Ces cinq valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : un positionnement solide sur le marché, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

**2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices:** Depuis le choc de la Révolution, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli le rôle de bouclier face à l'étroitesse du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

▪ A l'évidence, ces valeurs vont subir les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues partout dans le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs dans le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles** et **Telnet**. La manne financière des trois groupes, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique, montée en puissance du vélo électrique et ciblage de l'activité « Aérospace »), la perspective d'un rebond de leur activité dans les prochaines années et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.

▪ D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un « remède » implicite contre le risque de change.

Stratégie d'investissement « actions » en 2021



*« Les valeurs défensives devraient être la composante essentielle, l'épine dorsale de chaque portefeuille investi en bourse en cette période difficile »*

\* Baisse du taux directeur de la BCT de 100pb depuis mars 2020 et de 50pb depuis octobre 2020.



▪ Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs.

▪ Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des chaînes d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à la diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

**3) Viser les Blue Chips bancaires:** Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise actuelle et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Malgré la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de l'éventuelle comptabilisation des intérêts de retard hypothétiques sur les échéances reportées, les banques devraient accuser un ralentissement de leur PNB en raison de la baisse des taux (baisse du taux directeur à deux reprises en mars et en octobre derniers de 100pb et de 50pb respectivement).

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021. Ce dernier devrait continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au niveau de leur trésorerie (en raison notamment de la prorogation du report des crédits accordées aux entreprises et aux professionnels jusqu'à septembre 2021) et de celle des entreprises. En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les deux dernières années, notamment en 2019, en raison de la « mise en sursis » de la distribution des dividendes et de l'interdiction de toute opération de rachat d'actions propres, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise.

▪ Il va sans dire, que les effets des tendances sus-décrites ne seront pas les mêmes chez toutes les banques. Celles qui affichent une diversification saine du portefeuille des crédits, un matelas confortable de ressources non rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice des commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à rebondir dès les premiers signes de reprise. Les multiples actuels de la **BIAT** et **Attijari Bank** intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.»

« Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs »

« Les multiples actuels de la BIAT et Attijari Bank intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.»

Principaux multiples du marché actions	2017	2018	2019*	2020**	2021**
P/E	13,1	10,1	10,3	9,4	9,2
Dividend yield	3,5%	3,8%	1,7%	3,9%	4,1%
P/B	2,1	1,9	1,6	1,2	1,2

\* Calculés sur la base des cours au 31 décembre de chaque année.

\*\* Données au 17 Février 2021.