

## COVID-19: Un « séisme financier » inédit

---

- **Rétrospective boursière de 2020: Le marché financier à l'aune du COVID-19**
- **Actualisation du portefeuille type de 2020: Spécial COVID-19**
- **Les principales mesures de soutien fiscales et financières prises par le Gouvernement face à la crise du COVID-19**
- **Les principales mesures exceptionnelles prises par la BCT face à la crise du COVID-19 et leur impact sur le secteur bancaire**

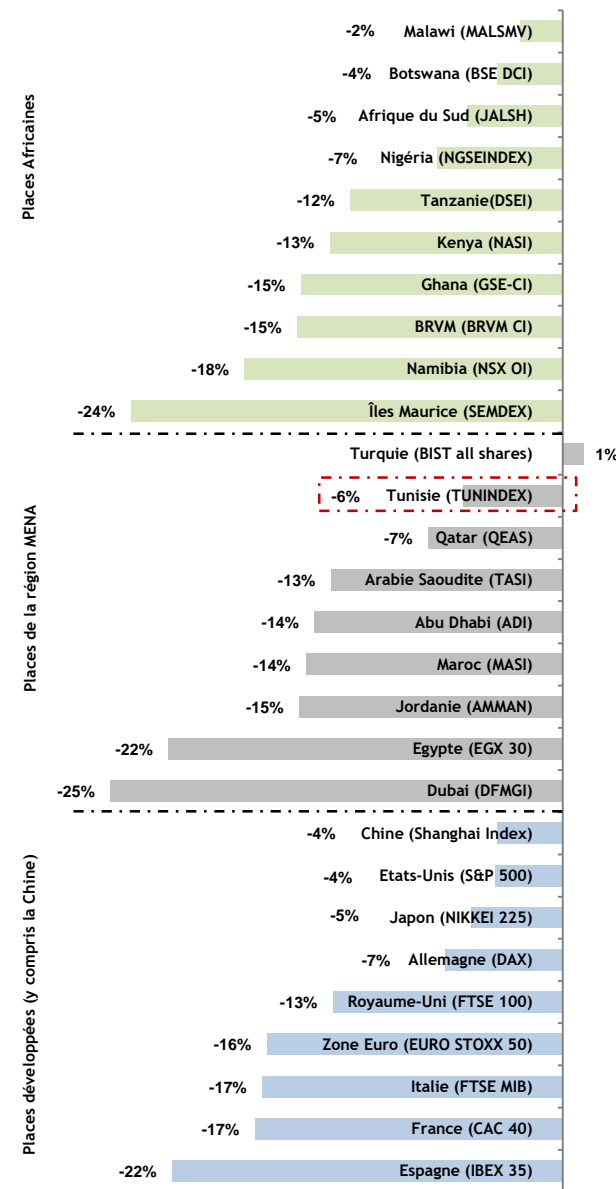
◆ Alors que l'année 2020 a commencé sous de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. L'apparition de COVID-19 et sa transformation rapide en une épidémie mondiale a forcé l'arrêt de pans entiers de l'économie mondiale et brouillé les cartes des experts de tous bords, de la communauté boursière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

◆ L'horizon s'éclaircit à mesure que les Gouvernements commencent à déconfiner leurs économies. En Tunisie comme partout ailleurs dans le monde, un vent d'optimisme a soufflé sur le marché actions depuis le mois de mai. L'effet psychologique de la crise sur le moral des investisseurs commence peu à peu à se dissiper.

◆ D'un point de vue fondamental, il va sans dire que les retentissements de la crise du 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 des principaux indices boursiers dans le monde depuis le début d'année (jusqu'au 15 Mai 2020)



## Marchés financiers dans le monde : une réaction en chaîne

■ Confrontés à la hausse exponentielle du nombre de contaminations dans le monde, aux confinements massifs et à la crainte d'une récession économique mondiale, les marchés ont chuté les uns après les autres. Ces événements ont causé la plus grande liquidation d'actifs depuis des décennies, d'un montant avoisinant 18 trillions de dollars, poussé par les investisseurs qui cherchent un refuge face à cette vague d'incertitude difficile à quantifier.

■ Le 19 février 2020, le marché boursier américain a atteint un sommet historique, tel que mesuré par l'indice S&P 500. En seulement 15 jours de trading, l'indice s'est effondré de plus de 20 % par rapport à son sommet. Ce fut le krach boursier le plus rapide jamais survenu aux États-Unis au cours du siècle dernier. L'indice S&P 500 s'est plié de 12% sur le mois de mars avant de se rallier depuis le mois d'avril soutenu par les prévisions de reprise économique en 2021 et par le « package » de stimuli monétaires (programmes d'assouplissement quantitatifs) et fiscaux (plan de sauvetage portant sur 2 trillions de dollars) décidés par la Réserve Fédérale et le Gouvernement Trump. Ainsi, depuis le début de l'année, l'indice S&P 500 affiche une décreue de 4%.

■ Le krach boursier de 2020 n'a pas seulement affecté les États-Unis, mais aussi tous les marchés boursiers du monde. La plupart des marchés et des indices ont enregistré des baisses de plus d'un tiers de leur valeur courant le mois de mars dernier. C'est le cas des principales places boursière européennes. Depuis le début de l'année et jusqu'au 17 juin, le CAC 40 s'est délesté de 17%, le FTSE 100 de 13% et le Dax de 7%. En revanche, les bourses asiatiques ont été moins touchées par ce repli majeur. Le Nikkei japonais a vu sa valeur baisser de 5% et l'indice de Shanghai a reculé de 4%, depuis le début de l'année.

Le pétrole a été l'autre victime de la crise avec en toile de fond la crainte d'une grave récession mondiale. Les prix du pétrole brut se sont littéralement effondrés depuis le début de l'année (les prix des contrats à terme sur le pétrole brut ont affiché une débâcle de 38% pour le Brent). Une chute due à une guerre des prix entre l'Arabie Saoudite et la Russie, quand cette dernière a rejeté une demande du pays du golf pour réduire la production, et ce, afin d'amortir le choc de la réduction de la demande en pétrole pendant que la pandémie se répand dans le monde.

Cependant, le dollar a été le grand gagnant du marché des changes depuis le début de l'année (+4% jusqu'à mi-mai 2020), notamment face aux monnaies qui sont étroitement liées à l'économie chinoise et aux matières premières et ceci est dû aux craintes de ralentissement économique ayant poussé les investisseurs à vendre leurs actifs et se réfugier dans le dollar. Le retournement de tendance observé sur le billet vert depuis le mois de mai est dû à l'amélioration des indicateurs de confiance des consommateurs et des investisseurs à mesure que les gouvernements locaux déconfinent leur économie.

Un autre actif refuge a bien profité de l'envolée de l'aversion au risque pendant la progression de l'épidémie du COVID-19: l'Or. Les investisseurs se sont rués sur le métal jaune pour fuir la morosité des marchés. Malgré leur creux le 18 Mars dernier, les prix des contrats à terme sur l'or ont cumulé un bond de 13%, depuis le début de l'année.

## Tunisie : un marché actions résilient malgré tout et un horizon qui s'éclaircit peu à peu

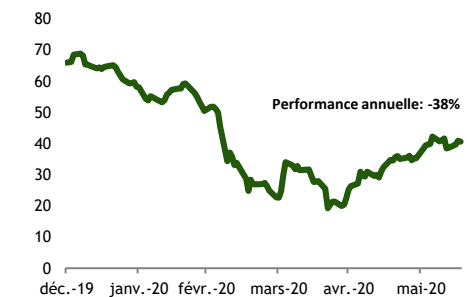
En Tunisie, à l'image des principales places boursières mondiales, la réaction du marché actions ne s'est pas fait attendre. La découverte du premier cas positif au virus depuis le 2 mars 2020 a déclenché un mouvement de panique quasi-généralisé sur le marché qui a atteint son paroxysme les séances du 13, 16 et 17 mars derniers au cours desquelles le Tunindex a cumulé une débâcle de 10%.

Le décret du confinement général à partir du 22 mars par le Président de la République, le desserrement de la politique monétaire (baisse du taux directeur de la BCT 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 le Gouvernement et la BCT en faveur des entreprises et des particuliers pour lutter contre les retentissements économiques de la crise sanitaire du COVID-19\* 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  $\pm 3\%$  par séance\*\* (contre  $\pm 6\%$  auparavant) qui a limité le coup de froid sur le marché.

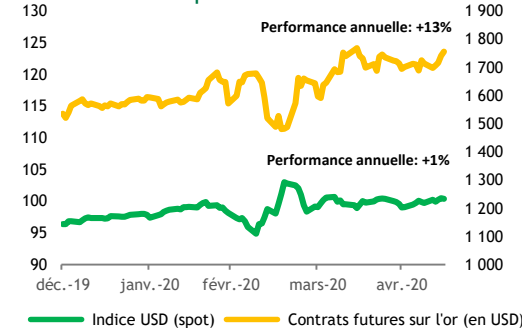
La bonne gestion sanitaire de la crise et son faible coût humain, poussant les autorités à entamer le déconfinement progressif ont alimenté un mouvement de ralliement boursier depuis le début du mois de mai. Par ailleurs, avec l'afflux de résultats 2019 plutôt encourageants, les investisseurs ont commencé à faire leur *come-back*. Avec une correction annuelle de 5,6%, jusqu'au 17 juin 2020, la Bourse de Tunis figure parmi les marchés les moins touchés par la crise (voir graphe de la page 2).

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).

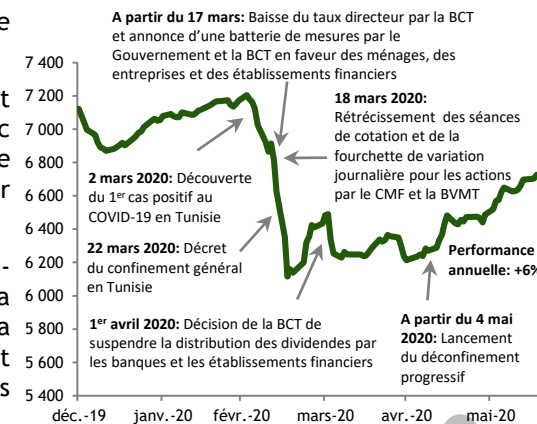
Evolution des prix des contrats à terme sur le pétrole brut (Brent) en 2020 en dollars américains



Evolution de l'indice du dollar américain au comptant et des prix des Futures sur l'or



Evolution du Tunindex et principaux fait marquants depuis le début de l'année



\* Pour plus d'informations, consultez nos études: « Les principales mesures de soutien fiscales et financières prises par le Gouvernement face au COVID-19 » (page 14) et Les principales mesures exceptionnelles prises par la BCT face au COVID-19 et leur impact sur les banques (page 16).

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

Le constat est moins reluisant sur le front des échanges. Le volume des transactions s'est contracté de 20% (depuis le début de l'année et jusqu'au 17 juin 2020), comparativement à la même période de 2019. Le marché des blocs, qui était un véritable relais pour les échanges sur la cote, a nettement perdu de sa vigueur. En effet, une trentaine de transactions de bloc ont eu lieu depuis le début de l'année, drainant un volume additionnel de 114,9MDt (contre 22 transactions portant sur 191,5MDt, pour la même période de 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. Les investisseurs étrangers ont enregistré depuis le début de l'année un flux net vendeur de 22,3MDt. 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 24% 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 sont occupées à limiter leurs pertes et de s'assurer de leurs lignes de crédits disponibles. Seules les transactions avancées, notamment où les banques se sont déjà engagées, ont pu être finalisées. Sur le marché actions, depuis le début de l'année, les opérations capitalistiques se sont limitées au bouclage de l'augmentation de capital de Carthage Cement - pour renflouer ses fonds propres et honorer son plan de restructuration de dette- (une levée de 206MDt, soit 77% du montant souhaité) et à l'acquisition d'un bloc majoritaire (de 50,5%) par la BIAT dans le capital de Tunisie Valeurs. Cette transaction a déclenché une OPA obligatoire sur les actions de Tunisie Valeurs. Bouclée en avril dernier, l'OPA a permis à la BIAT de porter sa participation dans l'intermédiaire en bourse à 98% et de lancer une Offre Publique de Retrait.

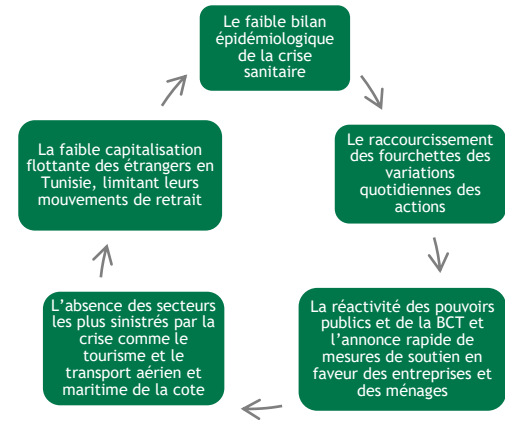
Sur le compartiment obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à désertir le marché. Six émissions obligataires seulement ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1<sup>er</sup> janvier au 17 juin 2020) pour une enveloppe totale de 161MDt (contre cinq levées pour 115MDt à la même période en 2019). Ces données tiennent compte de l'annulation d'un emprunt obligataire émis sans recours à l'appel public à l'épargne par Amen Bank en avril dernier.

## Un choc « fondamental » profond...mais exceptionnel

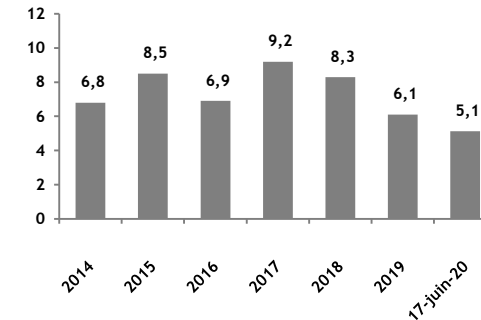
Alors que la Bourse, à l'image du pays, ne s'est toujours pas remise du Choc de la Révolution et peine à retrouver sa pleine forme, la crise du COVID-19 ajoute de nouvelles contraintes à l'investissement en bourse. Les retentissements de la crise actuelle jettent une ombre sur les perspectives des sociétés cotées au moins sur les deux prochains exercices (période 2020-2021).

Quasiment toutes les sociétés cotées seront négativement impactées de près ou de loin par la crise actuelle. Les mesures d'endiguement de la propagation du virus, les fermetures des frontières, les restrictions à la circulation des biens et des services et les fermetures provisoires d'usines génèrent des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et introduisent des distorsions dans les cycles de production et de distribution des sociétés. L'épidémie a, par ailleurs, un impact majeur sur la confiance des consommateurs et des investisseurs qui sont portés à l'attentisme et enclins de surseoir à leurs gros achats et à reporter leur programme d'investissement.

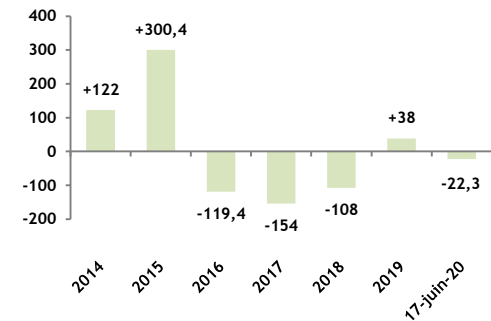
## Les raisons explicatives de la résilience du marché actions tunisien face à la crise du COVID-19



Evolution des échanges moyens (MDt)



Evolution des flux nets des investisseurs étrangers (MDt)



- Pleinement engagé dans un processus de réforme, de restructuration et de convergence vers les normes internationales de reporting (IFRS) et de stabilité financière (Bâle III et Solvabilité II), le secteur financier devrait faire face à de nouveaux défis : des volumes baissiers, une liquidité sous pression et une hausse des risques d'impayés. Autant d'éléments qui menacent la croissance, la trésorerie des établissements financiers et leurs fondamentaux (notamment la qualité du portefeuille chez les banques et les leaseurs). Si la baisse du taux directeur de la BCT donnera plus d'air aux marges des établissements de leasing par rapport au plafond des taux excessifs. Cette évolution générerait un effet prix négatif pour les banques et entraînerait un repli des revenus financiers des compagnies d'assurance.
- Cette crise mettra encore sous pression les équilibres macroéconomiques du pays qui allaient mal longtemps avant l'épidémie. Les marges de manœuvre des pouvoirs publics et de la BCT sont minces. Le Gouvernement préoccupé par le niveau élevé de la dette publique et engagé depuis 2019 dans un processus d'assainissement budgétaire ne pourrait pas mettre en place un plan de relance massif qui subviendrait aux besoins de tous les opérateurs économiques dont une grande partie est absente des statistiques officielles. Cette frange des métiers informels et semi-informels assurent une grande partie du fonctionnement normal de l'économie. Sans eux, les pouvoirs publics ne pourraient pas remettre en marche rapidement la roue de l'économie.
- Quant à la BCT, sa marge de manœuvre devrait être sérieusement limitée par la cause de la lutte contre l'inflation. La volonté de desserrer davantage la « vis » monétaire devrait buter sur les craintes d'une accélération des prix. D'ailleurs, nous avons commencé à observer dernièrement les signes d'une résurgence de l'inflation (6,3% en avril et 6,2% en mars dernier contre 5,8% en février 2020 et 6,1% en décembre 2019). L'accroissement de la demande parallèlement aux perturbations dans les circuits de distribution et au comportement de stockage excessif accompagnant la décision du confinement sanitaire ont tiré vers le haut les prix, notamment ceux des produits alimentaires.
- La BCT devrait également faire face à une deuxième contrainte ; celle de la baisse de la circulation fiduciaire. Caractéristique inhérente aux périodes de crises, la thésaurisation devrait s'accélérer en ces temps, privant le secteur bancaire de flux vitaux de liquidité. La crise du COVID-19 constitue alors une menace pour le secteur bancaire mais aussi une opportunité à saisir pour développer des moyens de paiement électroniques qui réduisent le recours au « cash » et accélérer la transition vers la digitalisation; un objectif tant convoité par la BCT sur les dernières années.
- A l'évidence, la Tunisie peut se targuer d'être un pays modèle en matière de lutte contre le coronavirus. Malgré son infrastructure sanitaire fragile, la Tunisie a moins souffert de l'épidémie du COVID-19 que d'autres pays comme l'Italie voisine (34 448 décès soit 569 décès pour un million d'habitants), la France (29 575 victimes soit 453 décès pour un million d'habitants) ou même les Etats-Unis (119 000 décès soit 360 décès pour un million d'habitants). Cet exploit « sanitaire » (50 décès soit 4 décès pour un million d'habitants) ne pourrait occulter l'énormité des défis auxquels fait face l'économie tunisienne à commencer par: 1) le spectre de la récession (une contraction du PIB de 4,3% en 2020, selon le FMI), 2) les déséquilibres macroéconomiques persistants (un déficit courant de -7,5% en 2020, selon le FMI) et 3) la détérioration des courbes de la dette publique (un déficit budgétaire de -5,3% et un endettement public de 88,5% en 2020 contre des objectifs initiaux respectifs de 3% et de 74%) et l'endettement extérieur (un endettement extérieur passant à 110% du PIB en 2020 contre 90% en 2019, selon le FMI) comme le souligne l'agence de notation Fitch Ratings dans sa dernière dégradation de la note souveraine de la Tunisie.
- Le déconfinement progressif opté par le Gouvernement depuis le 4 mai dernier est une démarche louable. Sous réserve que des mesures de précaution sanitaires soient prévues et organisées, il est impérieux pour la Tunisie de rouvrir ses usines, ses chantiers, ses commerces et de remettre les Tunisiens au travail. Les yeux sont aujourd'hui rivés sur la période post-COVID et particulièrement sur l'année 2021 qui devrait être l'année de la « reprise technique » au vu des prévisions des institutions financières internationales (une croissance de 4,1% en 2021 selon le FMI).

*« Cette crise mettra encore sous pression les équilibres macroéconomiques du pays qui allaient mal longtemps avant l'épidémie »*

*« La gestion de la crise du COVID-19 impose à la BCT une double contrainte: l'impératif de défendre la valeur interne et externe du dinar et la montée des pressions sur la liquidité »*

*« L'exploit sanitaire face à l'épidémie du COVID-19 ne devrait pas occulter l'énormité des défis macroéconomiques qui attendent les pouvoirs publics dans la période post-COVID »*

Mais cette croissance de rattrapage restera, à notre sens tributaire de trois conditions

- 1) L'efficacité des efforts de lutte contre l'épidémie et de la vitesse de rétablissement de l'économie mondiale en général et du partenaire européen en particulier,
- 2) L'aptitude des autorités tunisiennes à éviter la pérennisation des mesures d'aide et d'assistance justifiées par la crise,
- 3) Et de leur capacité à poursuivre l'orientation d'assainissement budgétaire pour éviter un dérapage des finances publiques et de recourir de nouveau au resserrement monétaire au risque de voir l'inflation resurgir.

## Une valorisation sanctionnée par la crise

- Rappelons-nous, nous avons entamé l'année avec des niveaux de valorisation de l'ordre 9,4x les bénéfices attendus et 1,4x les fonds propres estimés 2020. La crise du COVID-19 a un généré des pressions vendeuses, tirant vers le bas les cours et a amené les investisseurs à réviser à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2020.
- Certes, l'activité des sociétés cotées a bien résisté sur le premier trimestre de 2020, qui tient compte d'environ 3 semaines de confinement, avec une baisse du chiffre d'affaires global de 2% à 4,4 milliards de dinars. Cependant, nous pensons que l'onde de choc de la crise devrait continuer à se propager sur toute l'année 2020. Selon nos estimations, le séisme du COVID-19 devrait entraîner une baisse de la masse bénéficiaire de la cote de 37% en 2020, par rapport à nos estimations pré-COVID et de 9% par rapport à 2019. En tenant compte de cette donne, notre marché traite actuellement à 9,3x ses bénéfices projetés et 1,3x les fonds propres estimés de 2020.
- Pour comprendre l'évolution du multiple du PER 2020 estimés du marché, nous l'avons décomposée en :

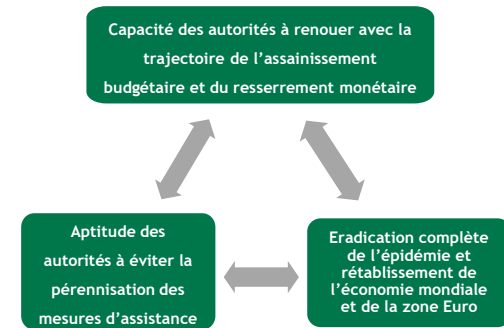
- 1) **Effet prix** : qui mesure l'effet psychologique de la survenance de la crise sur le comportement des investisseurs et sur les prix. Pour ce faire, nous maintenons les prévisions de l'exercice 2020, avant la survenance de la crise du COVID-19.
- 2) **Effet fondamental** : qui apprécie l'impact de la crise du COVID-19 sur les projections des investisseurs en termes de bénéfice par action. Dans cette étape, nous faisons varier la masse bénéficiaire du marché en maintenant les cours boursiers à la date du 31 décembre 2019.

- Notre analyse de l'évolution des multiples de valorisation a montré que l'effet psychologique l'emporte que l'effet fondamental dans la correction du marché due à la crise du COVID-19. Nous tirons de cette analyse un deuxième enseignement. Même dans le cas extrême, où les cours se maintiendraient à leur niveau du début d'année et de révision à la baisse des prévisions de bénéfices, le marché tunisien continue à afficher un multiple acheteur (un multiple de P/E 2020<sup>e</sup> de 10,3x). Des niveaux intéressants comparativement à d'autres marchés similaires comme le marché marocain (19,3x).

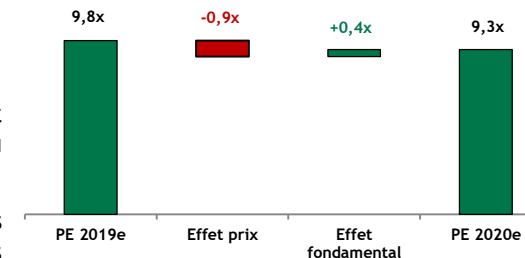
## Quelle stratégie d'investissement faudrait-il adopter face à la crise ?

- La crise du COVID-19 redistribue de nouveau les cartes de l'investissement en bourse. C'est bien connu, les marchés financiers ont peur de l'incertitude. 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 imprévisible.

Conditions de réussite de la croissance de rattrapage en 2021



Décomposition de l'évolution du PE 2020<sup>e</sup> du marché actions



Ratios	2017	2018	2019 *	2020 **	2021 **
P/E	13,1	10,1	9,8	9,3	10,1
Dividend Yield	3,5%	3,8%	1,9%	3,9%	4,0%
P/B	2,1	1,9	1,5	1,3	1,2

\* Calculés sur la base des cours au 31 décembre 2019 et sur les derniers états financiers et annonces de dividendes au titre de l'exercice 2019

\*\* Données au 17 juin 2020

■ Nous prôtons une stratégie sélective qui favorise les sociétés au faible levier financier, celles qui affichent une assise financière solide et des niveaux de marges confortables à même d'absorber le ralentissement du cœur de métier et de s'accommoder avec les perturbations du cycle d'exploitation. La qualité du management et la nature du secteur d'activité, c'est-à-dire sa corrélation avec les pans de l'économie les plus touchés par la crise sont aussi des critères de choix décisifs dans notre stratégie d'investissement. Nous excluons, ainsi, les secteurs les plus exposés au tourisme et au BTP de notre sélection de valeurs recommandées.

■ 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 long, d'au moins deux ans. Nous mettons également les investisseurs en garde contre les mouvements moutonniers et les vagues vendeuses « injustifiées » sur certaines valeurs.

■ Nous retenons trois thématiques d'investissement majeures :

## 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 et Délice Holding dans la grande consommation et sur UNIMED dans le secteur pharmaceutique. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : une position dominante, 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.

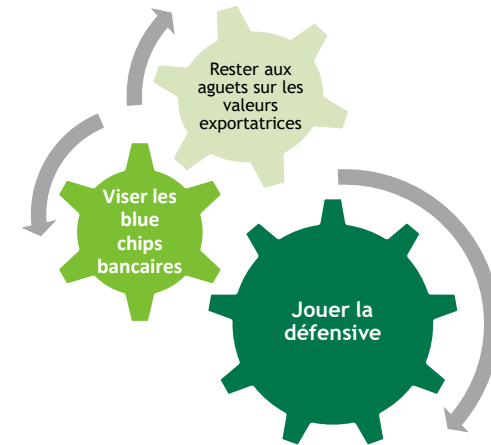
## 2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

■ 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 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 ailleurs dans le monde. A cet effet, nous nous recommandons par une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs sur 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 ») et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.

■ L'année 2019 a été un accident de parcours pour One Tech Holding. Sur fond de pertes de change, le groupe a affiché une normalisation des bénéfices après une période 2017-2018 faste, qui a profité du glissement du dinar. En 2020, c'est la conjoncture internationale tumultueuse créée par la crise du COVID-19, qui va prendre le relais des pertes de change et qui va générer des perturbations dans le carnet de commande et une sous-activité. Au-delà de 2020, les perspectives de One Tech restent prometteuses. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021, pour retrouver la performance bottom line des années 2017-2018. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-COVID pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. La valorisation actuelle de One Tech intègre le faux pas attendu de 2020 et offre un point d'entrée intéressant sur une valeur de fond de portefeuille avec un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.

Stratégie d'investissement « actions » en 2020



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

*« Nous restons à l'achat sur OTH, Euro-Cycles et Telnet Holding et nous suivrons de plus près les réalisations des autres sociétés exportatrices comme TPR, SOTUVER et ASSAD »*

- Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise du COVID-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo en général et pour Euro-Cycles en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos, en particulier pendant la phase du déconfinement que nous vivons actuellement. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport « COVID-safe » et écologique. Outre l'intérêt soutenu dans le monde pour le vélo dans la période post-COVID, l'activité du Groupe devra profiter de la montée en puissance du vélo électrique, de l'intensification des efforts de prospection et du lancement de nouveaux créneaux (E-Scooter et assemblage des batteries électriques).
- En mode « Télétravail » depuis le décret du confinement en Tunisie et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est bien outillé pour résister à la crise du COVID-19 voire pour en profiter dans les prochaines années avec l'accélération de la digitalisation dans les services. Un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale (SAFRAN, SAGEM, VALEO et DASSAULT) et des relations privilégiés avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger sont les avantages compétitifs de Telnet dans un secteur en pleine effervescence. La stratégie de montée en compétence technologique vers les satellites et les drones nous semble opportune car elle est fortement créatrice de valeur ajoutée.
- D'autres sociétés exportatrices pourraient profiter d'un mouvement de ralliement dans les prochains mois comme TPR, SOTUVER et ASSAD. Ces dernières retourneront dans le viseur des investisseurs avec l'avancement des mesures de déconfinement et la normalisation de l'économie et du commerce de détail dans le monde.
- 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. 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. Les banques devraient ainsi relever deux défis sur la période 2020-2021:

*« Les valeurs exportatrices constituent un remède implicite contre la dépréciation du dinar »*

*« Sur le long terme, la reconfiguration attendue des chaînes de valeur mondiales pourrait profiter aux entreprises exportatrices tunisiennes en termes d'investissement et de croissance »*



**1) Le défi de la gestion des tensions de liquidité :** L'année 2020 sera l'année pendant laquelle les banques devraient relever le défi de la gestion des tensions de trésorerie. Le moratoire d'échéances (pour une période allant de 3 à 7 mois) décrété par la BCT en faveur des entreprises et des particuliers mettra à rude épreuve la liquidité des banques. Mais, le « package » de stimuli fiscaux accordés par le Gouvernement, le relâchement de la réglementation prudentielle (notamment en matière du ratio de transformation), le desserrement de la « vis » monétaire et l'assouplissement de la politique de refinancement devraient contribuer à réduire le poids des tensions monétaires sur les bilans des banques. En 2020, les banques continueront à récolter le fruit de la croissance de l'activité d'exploitation enregistrée sur les derniers trimestres de 2019. Le coût du risque profitera des mesures exceptionnelles de traitement des créances classées et la rentabilité ne sera que faiblement affectée par la crise (pour plus d'informations sur les mesures exceptionnelles mises en place par la BCT face à la crise du COVID-19, consultez la note à la page 16 du présent document).

**2) Le défi de la rentabilité :** C'est à partir de 2021 que les « dégâts » de la crise sanitaire commencent à être de plus en plus perceptibles dans les comptes des banques. Le ralentissement de l'activité économique subi en 2020, ses effets ricochet sur la distribution des crédits et de la collecte, la baisse du volume des transactions et l'abaissement du taux directeur devraient se transmettre peu à peu le PNB de 2021. Par ailleurs, en cas de non-reconduction des mesures exceptionnelles touchant le traitement des créances classées, les banques devraient faire face à une dégradation de leur qualité du portefeuille et à une flambée du coût du risque, plombant ainsi leur rentabilité.

▪ 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. C'est en ce sens que nous continuons à recommander la **BIAT**, **Attijari Bank**, **UIB** et **BT** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021. Ils sous-estiment nettement la capacité de résilience de ces banques et légitiment un rattrapage boursier dans la période post-COVID.

▪ Revenons enfin sur la décision de suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2019. Cette décision a suscité un tollé auprès des investisseurs et a pesé sur le comportement d'un indice de référence si sensible au secteur bancaire (le secteur bancaire pèse environ la moitié de la capitalisation flottante du Tunindex). Certes, cette décision est préjudiciable aux investisseurs exposés aux banques notamment aux investisseurs institutionnels et aux « *Family offices* » qui appartiennent aux tours de table de la majorité des banques cotées et qui voient dans les dividendes une entrée d'argent plus que vitale dans cette période de crise. Cependant, sur le long terme, nous pensons que la décision inattendue de la BCT est justifiable. Les dividendes non distribués permettront d'apporter un renfort à la solvabilité et à la liquidité des banques dans cette période délicate. Nous avons la conviction que les banques devraient revoir à la hausse leurs dividendes au-delà de 2019 sitôt que la crise serait surmontée et que des réserves en liquidité et en solvabilité seraient constituées.

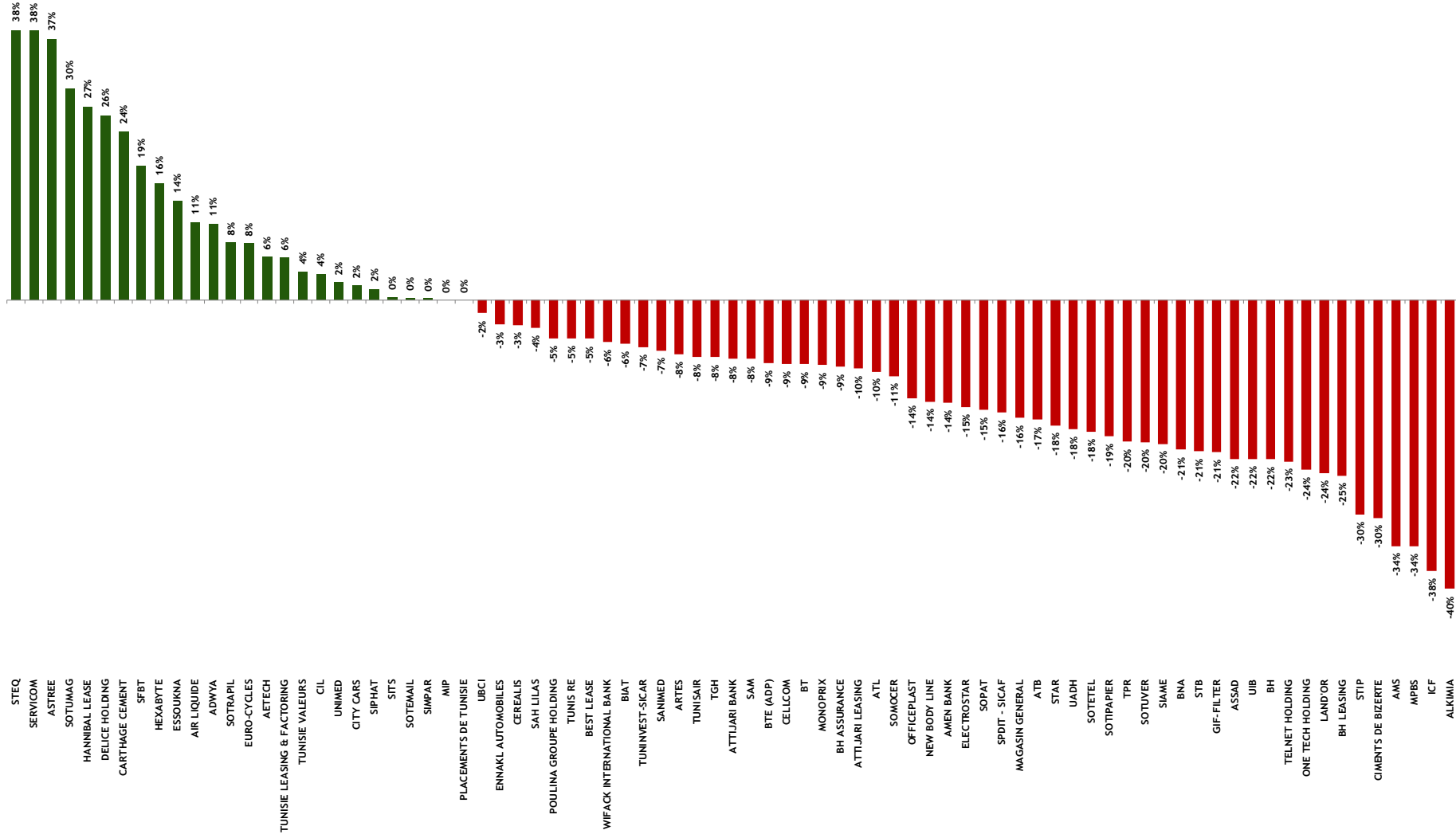
▪ La « mise en sursis » de la distribution des dividendes pour les banques et les établissements de leasing et la révision à la baisse des dividendes par bon nombre d'entreprises non financières pour sauvegarder leur trésorerie et gagner en résilience face à la crise devraient créer un déficit de dividendes au titre de l'exercice 2019. A la lumière des annonces de dividendes faites jusqu'à aujourd'hui, l'enveloppe des dividendes distribués par les sociétés cotées au titre de l'exercice 2019, devrait être divisée par deux à 0,4 milliards de dinars, selon nos estimations; un important manque à gagner pour les actionnaires mais qui ne fait pas exception à la tendance mondiale.

*« Les défis de gestion des tensions monétaires et de rentabilité auxquelles seront confrontées les banques devraient accentuer la sélectivité chez les investisseurs et alimenter un mouvement de Flight to Quality »*

*« La décision de suspension de la distribution des dividendes pour les établissements de crédit au titre de l'exercice 2019 est fondamentalement justifiable malgré le manque à gagner en matière de trésorerie qu'elle génère pour les actionnaires »*

*« L'enveloppe des dividendes distribués par les sociétés cotées au titre de l'exercice 2019 devrait décrocher de 51% à 0,4 milliard de dinars, selon nos estimations »*

# Annexe : Performances annuelles des valeurs cotées du 17 juin 2020



▪ Succombant aux pressions vendeuses qui ont secoué le marché depuis le 2 Mars 2020, notre portefeuille type recommandé au début de l'année affiche une correction cumulée de -3%, contre -6% pour le Tunindex. Le contexte actuel de pandémie et les bouleversements importants dans la conjoncture économique et monétaire imposent une révision de notre sélection de valeurs. Face au spectre de la récession et à l'assèchement de la liquidité, nous nous voulant plus prudents et recommandons un portefeuille « actions » à forte composante défensive.

Valeur	Pondération cible	Opinion	PER 2020 <sup>e</sup>	PER 2021 <sup>e</sup>	P/B 2020 <sup>e</sup>	Yield 2019 <sup>e</sup>
SAH Lilas	20%	<p>♦ « LA » valeur de croissance par excellence</p> <p>- Ayant gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et de détergents, fortement intégré et disposant d'une dimension continentale capable de rivaliser avec les mastodontes africains du métier, SAH Lilas est bien outillée pour atteindre de nouveaux paliers de rentabilité dans les prochaines années.</p> <p>- SAH Lilas représente opportunité d'investissement à double facette : valeur défensive et de croissance et une cible de choix pour les investisseurs étrangers en raison de sa dimension régionale et de sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.</p>	15,9x	14,6x	2,3x	1,3%
SFBT	20%	<p>♦ La force tranquille</p> <p>- La valeur de fond de portefeuille par excellence, la SFBT est toujours plébiscitée pour son business model défensif, sa position dominante sur le marché et la solidité de son bilan. En 2019, le groupe devrait subir un ralentissement de ses activités « bière » et « eau » en raison de la chute du tourisme en Tunisie et des mesures de confinement. Cependant, ce ralentissement devrait être neutralisé par la bonne tenue des activités « boissons gazeuses » et « jus » grâce aux efforts d'investissements constants et au lancement d'une gamme de jus en bouteilles de plastique et sans conservateur dans les années à venir. Une valeur incontournable au vu de ses niveaux de rentabilité intéressants.</p>	20,6x	18,3x	4,5x	3,6%
Délice Holding	10%	<p>♦ Sur un bon trend de croissance</p> <p>- Les objectifs stratégiques du groupe devraient se concrétiser dans un futur proche : 1) une montée en volume dans l'activité lait pour rentabiliser davantage l'activité 'produits frais', génératrice de plus fortes marges 2) une poursuite des efforts d'innovation et d'élargissement de la gamme de produits "beverages" vers l'eau minérale (en 2021), et 3) une structure des coûts plus optimisée grâce aux programmes d'amélioration de la productivité et de réduction de la facture énergétique (projet de cogénération).</p>	14,3x	12,7x	3,1x	2,6%
Unimed	10%	<p>♦ Cap sur l'export</p> <p>- La réussite de 'l'offensive export' est bien tangible sur les chiffres d'Unimed depuis deux ans. Avec un projet d'extension de capacité et d'automatisation des processus sur la table et une stratégie orientée vers la diversification des marchés, il est possible de voir la société dupliquer une telle performance dans les trois prochaines années. Unimed jouit de : une double exposition export et générique, un profil défensif, une bonne santé financière et de solides barrières à l'entrée face à la concurrence.</p>	16,4x	12,5x	2,6x	0%

Valeur	Pondération cible	Opinion	PER 2020 <sup>e</sup>	PER 2021 <sup>e</sup>	P/B 2020 <sup>e</sup>	Yield 2019 <sup>e</sup>
One Tech Holding	10%	<p>♦ <b>Le pari réussi de la mécatronique</b></p> <p>- Un groupe d'une dimension internationale qui allie des activités à différents profils : d'un côté, la câblerie 'vache à lait' qui continue à sécuriser la rentabilité et les cashflows du groupe et de l'autre côté une activité 'vedette', la mécatronique qui affiche de belles perspectives et tire vers le haut la rentabilité du Groupe.</p> <p>- La valorisation actuelle du titre intègre l'accident de parcours de la période 2019-2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020. Les multiples d'OTH offrent un point d'entrée intéressant sur une valeur de fonds de portefeuille, avec une bonne visibilité, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.</p>	19,9x	12,9x	1,8x	2,9%
Euro-Cycles	5%	<p>♦ <b>Vers un nouveau cycle de croissance</b></p> <p>- L'avènement de cette crise sanitaire devrait donner un coup d'accélérateur à l'industrie des vélos dans le monde. Promu comme moyen favorable de distanciation sociale et comme mode de transport écologique de référence, le vélo est de plus en plus plébiscité en Europe. Il devrait retrouver une place centrale dans les métropoles post-COVID.</p> <p>- Dans ce contexte porteur, les prochaines années s'annoncent sous de bons auspices pour Euro-Cycles et pour ses projets latents (E-Scooter et assemblage des batteries électriques). Les investissements lourds sont désormais derrière le Groupe. Euro-Cycles devrait entrer dans une phase de retour sur investissement, de génération de cash flow et d'une croissance à deux chiffres sur la période 2020-2021.</p>	17,6x	15,8x	4,5x	5,4%
Telnet Holding	5%	<p>♦ <b>Quand la crise du COVID-19 laisse entrevoir des opportunités</b></p> <p>- La crise du COVID-19 va faire faire un grand bond en avant pour les technologie numériques. Télétravail, paiement digitaux, utilisation de logiciels. La vie quotidienne n'a jamais laissé de place pour le numérique qu'en ce début d'année. Le spécialiste de la recherche et développement en ingénierie produit (75% du chiffre d'affaires consolidés en 2019) dispose de tout les atouts nécessaires pour saisir les nouvelles opportunités de croissance dans un secteur en pleine effervescence: un capital humain hautement qualifié et compétitif du point de vue coût, un carnet de clientèle stable et de renommée internationale et des relations privilégiés avec les laboratoires de recherches en Tunisie et à l'étranger.</p> <p>- La stratégie de montée en compétence technologique vers les satellites et les drones nous semble opportune car elle est fortement créatrice de valeur ajoutée. Une « pondération d'entrée » de 5% est recommandée sur le titre en attendant les fruits des partenariats annoncés par le management. Un relèvement de l'exposition pourrait dès lors être préconisé.</p>	23,9x	21,6x	2,8x	2,8%

Valeur	Pondération cible	Opinion	PER 2020 <sup>e</sup>	PER 2021 <sup>e</sup>	P/B 2020 <sup>e</sup>	Yield 2019 <sup>e</sup>
BIAT	10%	<p>♦ <b>Un leader à portée de main</b></p> <p>- La BIAT continue d'afficher une capacité à dégager une croissance structurellement supérieure à la concurrence. Le leadership de la banque sur les dépôts à vue (48% de l'encours des dépôts fin 2019), sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation et sa politique de crédit sélective (avec un taux de créances classées parmi les plus bas du secteur) sont les armes de la BIAT face aux contraintes conjoncturelles - économiques et monétaires- du COVID-19 et aux défis de la transition réglementaire vers Bâle III.</p> <p>- Prisée par les investisseurs institutionnels pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa place incontournable dans le paysage bancaire, la BIAT est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.</p>	5,4x	5,9x	1,0x	0%
UIB	5%	<p>♦ <b>Quand dynamisme rime avec rigueur</b></p> <p>- A l'avant-garde de la restructuration du secteur bancaire (recapitalisation menée en 2014), l'UIB a prouvé depuis la Révolution la solidité de son bilan, sa bonne qualité du management et sa réactivité commerciale par le passé. La banque s'est inscrite dans une trajectoire de croissance saine qui concilie les objectifs de rentabilité et de discipline prudentielle lui valant aujourd'hui d'afficher des niveaux de liquidité et de solvabilité confortables.</p> <p>- L'UIB a beau figurer parmi les banques les plus exposées au segment des particuliers-segment pour lequel le moratoire d'échéances décrété par la BCT en 2020 crée un important manque à gagner en termes de rentabilité car il est non générateur d'intérêts intercalaires- il n'en demeure pas moins que ce bémol est aujourd'hui largement reflété dans la valorisation boursière.</p>	5,7x	7,7x	0,8x	0%
BT	5%	<p>♦ <b>Un titre de bon père de famille</b></p> <p>- Les investisseurs ont été conforté par la clôture, plus tôt cette année, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière.</p> <p>- Les prémices de récession et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient immanquablement impacter les banques en 2020. Mais, vu la gestion rigoureuse de la BT, sa bonne culture de risque et la diversification saine de son portefeuille des crédits, la banque est bien outillée pour résister à la crise actuelle.</p>	12,8x	13,9x	1,6x	0%

- Le Gouvernement a annoncé un ensemble de mesures financières et fiscales pour faire face aux répercussions du confinement des citoyens et à la baisse drastique de l'activité qui en résulte. Le montant total de l'enveloppe annoncée est de 3 500 Mdt (une enveloppe de 2 500Mdt annoncée initialement complétée par une dotation supplémentaire de 1 milliard de dinars pour la ligne de garantie des crédits de gestion). L'objectif de ces mesures est d'éviter les faillites ou les arrêts définitifs de l'activité des entreprises, de maintenir l'emploi et de soutenir financièrement les plus démunis et les entreprises les plus touchées.

<b>Mesures fiscales</b>	- Report du délai de déclaration et de paiement de l'Impôt sur les Sociétés (initialement prévu pour le 25 mars) et de la Contribution Sociale de Solidarité au 31 mai 2020 et ce pour les sociétés autres que celles soumises à l'IS au taux de 35%.
	- Suspension de l'application des pénalités de retard pour les déclarations fiscales des Personnes Physiques soumises au régime réel (y compris le forfait d'assiette des BNC) et des Personnes Morales, autres que celles ayant adhérees au système de Télédéclaration, pour les déclarations échues entre le 23 mars 2020 et Fin mai 2020
	- Non application des pénalités fiscales pour tout retard dans le paiement de tout ou partie de l'impôt et ce durant la période allant du 1er avril 2020 jusqu'au 30 juin 2020, et ce, pour les entreprises dont l'activité est affectée par les répercussions de la propagation du Coronavirus*.
	- Allègement des conditions de restitution du crédit de TVA provenant de l'exploitation pour les entreprises lésées suite à la propagation du COVID-19*.
	- Autorisation des sociétés industrielles totalement exportatrices actives dans les secteurs des industries agro-alimentaires, de la fabrications des produits médicaux et para médicaux à écouler sur le marché local au titre de 2020 jusqu'à 100% de leur chiffre d'affaires export réalisés en 2019. - Autorisation des autres sociétés totalement exportatrices à écouler sur le marché local au titre de 2020 jusqu'à 50% de leur chiffre d'affaires export réalisé en 2019. - Pour les nouvelles sociétés, le taux de 50% ou de 100% est déterminé par rapport au chiffre d'affaires.
<b>Mesures financières ciblant les ménages</b>	- Une enveloppe de 300 Mdt au profit des travailleurs mis en chômage technique. Cette enveloppe intéresserait en premier lieu les PME, selon la proposition du Ministère des Finances, en vue de renforcer le fonds de soutien aux PME, en plus de la mise en application de la décision précédente de bonus d'intérêt de 3 points pour ces dernières. - Une enveloppe de 150 Mdt au profit des couches pauvres et à besoins spécifiques qui constitue un appui au programme des familles nécessiteuses sous forme d'aides directes à verser à des individus directement touchés sous la supervision du Ministère des affaires sociales.
<b>Mesures financières de soutien aux entreprises</b>	- Une enveloppe de 500 Mdt pour accroître le stock de produits de base pour les entreprises publiques en médicaments (PCT), alimentation (OCT) et pétrole (STIR).

- Il est entendu par entreprises affectées, toutes les entreprises individuelles à l'exception de celles soumises au régime forfaitaire dans la catégorie des bénéficiaires industriels et commerciaux et les sociétés et les entités morales à l'exception des sociétés Soumises à l'IS au taux de 35%, les entreprises pétrolières et les groupements constitués entre des entreprises pétrolières ainsi que les entreprises exerçant dans le secteur des mines dans le cadre de conventions particulières.

Mesures financières de soutien aux entreprises	<p>- Les entreprises dont l'activité est affectée par les répercussions de la propagation du COVID-19 bénéficieront d'un mécanisme de garantie des crédits de gestion et d'exploitation accordés par les banques. Ce mécanisme, pour une enveloppe de 1500 Millions de dinars, permettra de garantir les crédits accordés pendant la période du 1er mars 2020 au 31 décembre 2020 et seront remboursés sur une durée maximale de 7 années dont 2 années de grâce. Ce mécanisme alloue une enveloppe de 500 MDt au profit des établissements et des professionnels opérant dans les secteurs du tourisme et de l'artisanat, y compris les sociétés de gestion touristique avec prolongation de la période d'octroi de ces crédits auxdits bénéficiaires jusqu'à la fin du mois de mars de l'année 2021.</p>
	<p>- Création de trois fonds d'investissement publics nouveaux, financés par la CDC pour une enveloppe de 700MDt:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Le 1er d'un montant de 500 MDt (dont 100 MDt à libérer comme première tranche) pour les grandes entreprises, notamment stratégiques, pour renforcer leur capital et maintenir l'emploi,</li> <li>2) Le 2ème d'un montant de 100 MDt est un fonds relais pour une reprise des participations des fonds d'investissement existants dans les entreprises en difficulté dans les secteurs stratégiques. Ces fonds pourront alors financer d'autres projets,</li> <li>3) Le 3ème d'un montant de 100 MDt pour financer l'acquisition de matériel pour les hôpitaux et établissements de santé publique.</li> </ol>
	<p>- En plus de la prise en charge de l'Etat, pour les PME et en vertu de la loi transversale sur l'amélioration du climat des affaires, de la différence des taux d'intérêt entre le taux d'intérêt des crédits d'investissement octroyés en 2019 et 2020 dans la limite de 3 points de taux, une ligne de 300 MDt sera allouée par l'Etat pour assurer le refinancement des crédits de consolidation et de rééchelonnement accordés par les banques aux PME dont l'activité est affectée par les répercussions de la propagation du COVID-19 pendant la période du 23 mars 2020 au 31 décembre 2020 à l'exception des entreprises actives dans le secteur financier, le commerce, le secteur des hydrocarbures, la promotion immobilière et les opérateurs de télécommunication.</p>
	<p>- L'Etat prend en charge la bonification du taux d'intérêt sur les crédits de gestion garanties par l'Etat prévus par les dispositions de l'article 11 du décret-loi 2020-6 dans la limite de deux points, avec la condition que le taux d'intérêt appliqué par les banques sur lesdits crédits, y compris la bonification, ne dépasse pas le taux du marché monétaire.</p>
Crédits et aides en devises mobilisés par le Gouvernement pour les efforts de lutte contre le COVID-19	<p>- Pour lutter contre les répercussions économiques du COVID-19 et faire face à l'augmentation du budget de fonctionnement induite par les efforts de lutte contre l'épidémie, le Gouvernement a mobilisé des ressources extérieures conséquentes portant sur l'équivalent de 5,8 milliards de dinars. Ces ressources se détaillent comme suit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Un don de 250 millions d'euros fait par l'Union Européenne,</li> <li>- Un crédit de 50 millions d'euros octroyé par l'Italie,</li> <li>- Un crédit de 745 millions de dollars octroyé par le FMI,</li> <li>- Un crédit de 35 millions de dollars accordé par la Banque Mondiale,</li> <li>- Un crédit en devises pour un montant équivalent à 1,2 milliard de dinars (257 millions d'euros et 130 millions de dollars) accordé par un pool de 12 banques commerciales tunisiennes,</li> <li>- Un crédit de 80 millions d'euros donné par l'Agence Française de Développement,</li> <li>- Un prêt de 180 millions d'euros donné par la Banque Africaine de Développement,</li> <li>- Un prêt de 98 millions de dollars accordé par le Fonds Monétaire Arabe,</li> <li>- Un crédit du Fonds Arabe du Développement Economique et Social pour 30 millions de dinars Koweïtiens.</li> </ul>

- Pour faire face aux retombées attendues de la crise sanitaire COVID-19 sur l'activité économique et la sphère financière, la Banque Centrale de Tunisie a pris un ensemble de mesures visant à: appuyer l'action du Gouvernement dans la lutte contre la pandémie du COVID-19, protéger le tissu productif, soutenir le pouvoir d'achat des ménages, assurer le bon fonctionnement des systèmes des paiements et contribuer à la préservation de la stabilité financière.
- Or, ces mesures d'urgence ne devraient pas être sans impact sur les banques. De prime abord, leur complexité entraîne automatiquement des surcoûts opérationnels pour les banques (mise à niveau du système d'information et prises de contact plus régulières avec les clients). Le tableau suivant énumère les différentes mesures prises par l'autorité monétaire et analyse leur impact financier sur les comptes des banques.

	Mesure	Impacts sur les banques
Mesures de politique monétaire	- Baisse de 100 points de base du taux directeur de la BCT pour le ramener à 6,75% pour alléger les charges financières des agents économiques ce qui devrait contribuer à garantir la pérennité des entreprises pour préserver les emplois et le pouvoir d'achat des ménages.	- Baisse de la marge d'intérêt dû à l'effet compensé de la diminution des produits reçus des clients et celle du coût des ressources, - Baisse des revenus de placement.
	- Assouplissement des conditions de fourniture de liquidité aux banques pour contrer le problème d'assèchement de liquidité engendré par le choc de la pandémie et assurer la continuité des transactions interbancaires.	
	- Assouplissement des conditions de répartition des collatéraux éligibles au refinancement. La BCT a entrepris d'élargir l'éventail des collatéraux éligibles au refinancement (à des actifs négociables et non négociables autrefois non éligibles) pour assurer le refinancement adéquat au système bancaire. Ainsi, à titre exceptionnel, il a été décidé d'accepter les crédits accordés par les banques aux établissements de leasing et de factoring à partir du 1 <sup>er</sup> mars 2020 (avec une marge ne dépassant pas TMM + 100 points de base) comme un actif éligible au refinancement.	- Soulager les tensions sur la liquidité bancaire et accroître la réserve de refinancement chez les banques ce qui permettra de soutenir la croissance des crédits.
Mesures en faveur des particuliers	- Report des tombées des crédits (en principal et intérêts) non professionnels accordés aux clients dont le revenu mensuel net est inférieur à 1000 dinars. L'objectif de cette mesure est de contribuer à l'atténuation des retombées économiques et sociales de la propagation de la pandémie du COVID-19 sur les particulier et à préserver leur pouvoir d'achat en cette période difficile. Cette mesure concerne les crédits qui sont classés 0 et 1 (avec possibilité d'extension aux crédits qui sont classés 2 et 3) à fin décembre 2019 échues durant la période allant du 1 <sup>er</sup> mars 2020 jusqu'à fin septembre 2020 et l'allongement, en conséquence, de la durée de remboursement des crédits. Les reports des tombées des crédits ne donnent lieu à aucun surcoût en termes de commissions et d'intérêts (pas d'intérêts intercalaires) et ne seront pas considérés comme étant des opérations de restructuration et la période de report ne sera pas prise en compte dans le calcul de l'antériorité des impayés donc dans les règles de classification des créances.	- Pressions sur la liquidité et des surcoûts opérationnels dans la mise en œuvre de ces mesures (hausse des charges générales d'exploitation), - Non-constatation d'intérêts intercalaires. Manque à gagner pour la banque correspondant à la diminution de la marge compte tenu du maintien de la mensualité initiale avec une baisse des taux effectifs, - Absence de comptabilisation d'agios réservés, - Une préservation temporaire de la qualité du portefeuille.



	Mesure	Impacts sur les banques
Mesures en faveur des particuliers	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Report des tombées des crédits (en principal et intérêts) non professionnels accordés aux clients dont le revenu mensuel net est supérieur à 1000 dinars. Cette mesure concerne les crédits qui sont classés 0 et 1 (avec possibilité d'extension aux crédits qui sont classés 2 et 3) à fin décembre 2019 échues durant la période allant du 1er avril 2020 jusqu'à fin juin 2020. Cette mesure est sujette aux mêmes conditions que la mesure précédente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mêmes conséquences que la mesure précédente.</li> </ul>
Mesures en faveur des entreprises et des professionnels	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Report des tombées des crédits (en principal et intérêts) échues durant la période mars-septembre 2020. La finalité de cette mesure est de soutenir les entreprises et les professionnels dans leurs efforts visant à honorer leurs engagements et à sauvegarder la pérennité des entreprises et les postes d'emploi. Cette mesure concerne les crédits qui sont classés 0 et 1 (avec possibilité d'extension aux crédits qui sont classés 2 et 3) à fin décembre 2019 échues durant la période allant du 1er mars 2020 jusqu'à fin septembre 2020 et l'allongement, en conséquence, de la durée de remboursement des crédits. Les reports des tombées des crédits ne seront pas considérés comme étant des opérations de restructuration et la période de report ne sera pas prise en compte dans le calcul de l'antériorité des impayés donc dans les règles de classification des créances (relevant de l'ancienneté des créances).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pressions sur la liquidité,</li> <li>- Des surcoûts opérationnels dans la mise en œuvre de ces mesures qui nécessiteront une adaptation du système d'information (hausse des charges générales d'exploitation),</li> <li>- Comptabilisation des intérêts intercalaires durant la période de grâce en chiffre d'affaires 2020, en contrepartie des créances rattachées,</li> <li>- Absence de comptabilisation d'agios réservés,</li> <li>- Une préservation temporaire de la qualité du portefeuille des banques.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Possibilité d'accorder de nouveaux financements aux bénéficiaires du report des échéances. La BCT vise par cette mesure à permettre aux entreprises de garantir une activité minimale et préparer l'économie nationale à repartir à la hausse, grâce à des effets de rattrapage.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Difficulté d'apprécier la solvabilité des bénéficiaires ayant déjà demandé un report compte tenu d'un contexte de crise et de baisse des liquidités,</li> <li>- Les banques pourront continuer à distribuer des crédits notamment des crédits de gestion pour financer le BFR et préparer la reprise.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Création d'une nouvelle forme de financements exceptionnels « refinançables ». Le montant des financements ne doit pas dépasser le plafond de 25% du chiffre d'affaires en hors taxes réalisé en 2019 ou l'équivalent de la masse salariale pendant 6 mois pour les entreprises entrées en activité après janvier 2019. La durée de remboursement ne doit pas dépasser 7 ans dont deux années de grâce.</li> <li>- Les financements exceptionnels accordés durant la période allant du 1er mars 2020 jusqu'au 31 décembre 2020 et qui sont accordés aux clients classés 0, 1, 2 et 3 à fin décembre 2019, seront admis en tant que garantie aux opérations de refinancement des banques sur le marché monétaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Permettre au secteur bancaire de mieux accompagner les entreprises et couvrir leurs besoins exceptionnels. Soutenir l'activité de distribution du crédit durant la crise.</li> </ul>

	Mesure	Impacts sur les banques
<b>Mesures en faveur des entreprises et des professionnels</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Relèvement des plafonds des crédits en devises pouvant être librement contractés par les sociétés résidentes pour apporter une flexibilité plus accrue dans l'accès des entreprises résidentes aux sources de financement extérieur,</li> <li>- Introduction des organismes de rating spécialisés dans la notation des sociétés de micro finance permettant d'améliorer l'accès de ces dernières à des ressources extérieures en devises.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un Renforcement des capacités financières en devises des entreprises résidentes ce qui devrait générer un effet d'entraînement positif sur les financements accordés par les banques résidentes,</li> <li>- Une meilleure appréciation des risques émanant des institutions de microfinance et une amélioration de l'offre de financement adressée par les banques à ces établissements.</li> </ul>
<b>Mesures relatives aux systèmes de paiement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Par application de la décision du Gouvernement (décret-loi numéro 8 du 17 avril 2020), il a été décidé de suspendre les délais et procédures de régularisation, de poursuites et d'exécution relatifs aux chèques, et ce, à partir du 11 Mars 2020. La suspension entraîne l'arrêt du cours des intérêts et pénalités de retard. La suspension de l'accomplissement desdites procédures demeure applicable jusqu'à l'expiration d'un mois après la date de publication d'un décret gouvernemental prescrivant la levée de ladite suspension.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un manque à gagner pour les banques en termes de PNB vu l'annulation des intérêts de retard et des pénalités mais un impact de confiance favorable pour les opérateurs économiques qui utilisent couramment les chèques dans leurs transactions.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gratuité des services de retrait interbancaire des billets de banque des distributeurs automatiques de billets (DAB),</li> <li>- Remise, gratuite, à toute personne qui en fait la demande une carte bancaire prépayée,</li> <li>- Suspension des commissions appliquées sur les transactions à petits montants dont la valeur ne dépasse pas 100 dinars, le prélèvement de toute commission appliquée aux facturiers et aux commerçants pour le service de paiement électronique,</li> <li>- Exigence pour une banque de délivrer, gratuitement, une carte bancaire à tout client titulaire d'un compte, qui en fait la demande.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- À court terme, impact direct sur le PNB qui se traduit par la baisse des commissions. Cette mesure peut aussi avoir une pression sur les liquidités des banques et entrainer par conséquent la baisse des dépôts de la clientèle,</li> <li>- L'augmentation du taux d'équipement en cartes monétiques qui aura un impact favorable sur les commissions sur le long terme.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fixation du cadre réglementaire de fourniture des services mobiles domestiques pour appuyer le développement des paiements mobiles et lutter contre la circulation fiduciaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un impact à long terme favorable sur la liquidité des banques dans la mesure où il réduit les fuite de liquidité en dehors du circuit bancaire et augmente la traçabilité des transactions.</li> </ul>

	Mesure	Impacts sur les banques
Mesures de stabilité financière	<p>- Suspendre toute mesure de distribution de dividendes pour les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2019 et interdiction des opérations de rachat d'actions. L'objectif de cette mesure est de permettre aux banques de constituer des « <i>buffers</i> » contra-cycliques qui permettent de renforcer la résilience des banques contre les chocs.</p>	<p>- Renforcement des fonds propres des banques et des ratios de solvabilité global et Tier 1. Ce qui signifie une plus grande capacité à distribuer des crédits dans les prochaines années.</p>
	<p>- Assouplissement de l'exigence du ratio de transformation réglementaire. La BCT autorise les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés (pour les entreprises et les particuliers) du numérateur du ratio de transformation réglementaire. Par ailleurs, pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio a été ramenée à 1% contre 2% précédemment.</p>	<p>- Les banques pourront continuer à libérer des crédits malgré une baisse des dépôts, - Risque de dégradation du ratio de transformation réglementaire.</p>

Sources: Banque Centrale de Tunisie, Deloitte Tunisie et analyses de Tunisie Valeurs.

## Contact

### Département Etudes & Recherches

[recherche@tunisievaleurs.com](mailto:recherche@tunisievaleurs.com)



Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire d'actifs - Spécialiste en Valeurs du Trésor - Listing Sponsor

#### *Disclaimer:*

*Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance. Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations. Les estimations et projections exprimées dans ce document ont été élaborées par Tunisie Valeurs. Aucune garantie, expresse ou implicite, n'est faite en ce qui concerne l'exactitude, la précision et la réalisation des projections contenues.*