

# **Chapitre 2 : Le Système financier tunisien**

Le système financier est composé d'institutions financières et de marchés de capitaux.

## ***I- les institutions financières***

Dans le cadre de ce cours nous allons distinguer deux catégories d'institutions financières, celles qui disposent d'une capacité de création monétaire : les institutions financières monétaires (IFM), et celles qui n'en disposent pas : les institutions financières non monétaires (IFNM).

### ***I-1 les institutions financières monétaires (IFM)***

Elles comprennent, la banque centrale (BCT), les banques et le trésor public.

#### ***I-1-1 La banque centrale de Tunisie (BCT)***

C'est un établissement public national doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière. C'est l'institut d'émission, les billets émis par la BCT ont seuls cours légal. Elle a pour mission générale de défendre la valeur de la monnaie et de veiller à sa stabilité. Dans ce cadre elle contrôle la circulation monétaire et la distribution du crédit et veille sur le bon fonctionnement du système bancaire et financier. elle est responsable de la conduite de la politique monétaire. Elle gère les avoirs en monnaie étrangère du pays, elle effectue des opérations sur Or et devises et chargée de l'application de la législation et de la réglementation des changes.

La banque centrale est la banque des banques, elle assure le refinancement des banques (par appel d'offre sur le marché monétaire), contrôle leur activité en édictant les règles de gestion comptable et les normes prudentielles (l'usage des fonds propres, les ratios entre les fonds propres et les engagements, les ratios de liquidité ...etc.). C'est aussi la banque de l'Etat, elle gère le compte du trésor public, peut lui consentir des crédits sous forme de découverts en compte-courant.

Les opérations effectuées par la banque centrale et qui sont génératrice de l'émission monétaire sont :

- I- Les opérations sur Or et devises
- II- Le refinancement des banques
- III- Les concours accordés au trésor

#### *I-I-2 Les banques*

La loi 2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit abandonne la distinction entre banque de dépôt et banques

d'investissement en faveur de la banque universelle. Les banques de développement se sont transformées en banque universelle<sup>1</sup>. Les principales activités des banques sont :

1 La Banque de développement économique de Tunisie (BDET) et la Banque nationale de développement touristique (BNDT) font désormais partie des Banques, à partir de décembre 2000, mois au cours duquel elles ont été absorbées par la

Société tunisienne de banque (STB). La Tunisien Qatar Bank (TQB ex-BTQI)), la

Banque Tuniso-Koweitienne de développement (BTKD) et la Banque de Tunisie et des Emirats d'investissement (BTEI), elles se sont transformées en banques

universelles, à partir, respectivement, des mois d'avril et mai 2004. La société tunisosaoudienne d'investissement et de développement ( STUSID) en avril 2005 et la banque arabe tunisolybienne de développement et de commerce extérieur (BTLN) en octobre 2005.

Collecter des dépôts auprès des différents agents économiques quelles qu'en soient la durée et la forme;

- Accorder des crédits sous toutes leurs formes;
  - Assurer les opérations de commerce international pour le compte des opérateurs économiques;
  - Assurer un service de caisse et de change;
  - Mise à la disposition de la clientèle et la gestion des moyens de paiements;
  - Conseil et assistance en matière de gestion de patrimoine, de gestion financière, d'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création, le développement et la restructuration des entreprises;
  - Prise de participation sous certaines conditions.
- les banques sont considérées comme des IFM parce qu'elles créent leur propre monnaie, la monnaie scripturale, en accordant des crédits aux agents non financiers. C'est la possibilité de se refinancer auprès de la BCT qui leur procure cette capacité.

### *I-1-3 le trésor public*

Le trésor public n'est pas une entité juridique possédant une personnalité morale distincte de celle de l'Etat. C'est tout simplement l'Etat mais considéré du point de vue de ses activités financières.

C'est un ensemble de services sous la tutelle du ministère des finances.

D'un certain point de vue, le trésor public peut être considéré comme une banque :

Il assure la prestation des services de règlements pour le compte de l'Etat, en ce sens qu'il exécute les opérations d'encaissement des recettes de l'Etat et procède aux décaissements nécessaires aux règlements de ses dépenses.

C'est une banque qui apporte son concours à l'économie en accordant des crédits aux entreprises, en participant au capital de certaines entreprises, en accordant des subventions...etc. Le trésor dispose d'un centre de chèques postaux (CCP) et d'un organisme de collecte de l'épargne : le Centre d'épargne postale (CEP ex. CENT) dont la gestion est assurée par les services de la poste. Le trésor crée de la monnaie postale, subit des fuites de monnaie centrale de son circuit, il participe aux opérations de compensation. A ce titre, c'est une institution financière monétaire.

### ***I-2 les institutions financières non monétaires (IFNM)***

Il s'agit des institutions financières qui ne disposent pas de capacité de création monétaire. Nous distinguons les institutions bancaires non

monétaires (IBNM) et les institutions financières non bancaires (IFNB).

### *I-2-1 Les institutions bancaires non monétaires (IBNM)*

I-2-1-1 Les banques de développement mixtes<sup>2</sup>  
Ce sont des banques régies par des conventions bilatérales entre l'Etat tunisien et l'Etat des pays arabes.

Leurs principales activités consistent en :

i) L'octroi des crédits à moyen et long termes à partir de leurs fonds propres et sur ressources d'emprunts

<sup>2</sup> Cette catégorie de banque n'existe plus. En 2005 toutes les banques de cette catégorie se sont transformées en banques universelles.

ii) La participation au capital d'entreprises

iii) La collecte des dépôts en devises quelles qu'en soient la durée et la forme;

iv) La collecte des dépôts à vue de leur personnel et des entreprises dont elles détiennent la majorité du capital.

### *I-2-1-2 Les banques off-shore*

Créées dans le cadre de la loi d'avril 1972, ces banques ont pour objectif le financement des entreprises non résidentes. Leurs principales activités sont :

1. Collecter des dépôts auprès de non-résidents, quelles qu'en soient la forme et la durée.

2. Accorder tout concours aux non-résidents notamment sous forme de prises de participation au capital d'entreprises non-résidentes et de souscriptions aux emprunts émis par ces dernières.

3. Assurer les opérations de change manuel au profit de la clientèle.

4. Effectuer en qualité d'intermédiaire agréé les opérations de change et de commerce extérieur de leurs clientèles résidentes.

Elles sont soumises, à ce titre, aux mêmes obligations que les intermédiaires agréés résidents.

5. Sous certaines conditions, collecter des dépôts et accorder des crédits en dinars.

I-2-1-3 Les banques d'affaires

Depuis 1994, une nouvelle loi prévoyait la création de banques d'affaires, leurs principales activités consistent essentiellement à assurer des services de conseil et d'assistance en matière de gestion de patrimoine, de gestion financière et d'ingénierie financière et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création, le développement et la restructuration d'entreprises.

*I-2-2 Les institutions financières non bancaires (IFNB).*

Il s'agit des institutions financières qui n'ont pas le statut de banques et qui ne disposent pas de capacité de création monétaires. Nous allons les classer selon leur principale fonction.

I-2-2-1 Les institutions financières de collecte de l'épargne

Cette catégorie regroupe le centre d'épargne postale (CEP ex CENT), les sociétés d'assurance et les organismes de sécurité sociale.

I-2-2-1-1 Le centre d'épargne postale (CEP ex CENT)

Il collecte l'épargne des agents économiques sous forme de dépôts sur livret (en dinars et en devises) auprès des services de la poste.

Les ressources collectées servent uniquement au financement de l'Etat.

#### I-2-2-1-2 Les sociétés d'assurance

Leur activité consiste en la transformation des risques individuels en risque collectifs. Leurs ressources sont constituées des primes contractuelles obligatoires (par exemple l'assurance automobile) et facultatives (par exemple l'assurance logement contre l'incendie). Ces ressources collectées constituent les provisions techniques qui sont utilisées sous forme d'emplois obligatoires (acquisition de bons de trésor, emprunts obligataires) et d'emplois libres (placements bancaires, sur le marché monétaire, dans l'immobilier).

#### I-2-2-1-3 Les organismes de sécurité sociale (CNSS et CNRPS)

Leur principale activité consiste à assurer la couverture sociale des affiliés. Les ressources sont composées de cotisations obligatoires (par exemple la cotisation de la retraite) et des cotisations facultatives (par exemple l'assurance maladie). Ces ressources sont utilisées sous forme de prestations sociales, de crédits aux affiliés et des placements sur le marché monétaire et financier.

I-2-2-2 Les institutions financières de financement  
On distingue dans cette catégorie, les organismes de leasing et les sociétés de capital risque.

#### I-2-2-2-1 Les organismes de leasing (OL)

Le leasing ou crédit bail repose sur la distinction entre la propriété juridique d'un bien et sa propriété économique. L'activité d'un organisme de leasing consiste à mettre en location du matériel mobilier ou immobilier pour usage professionnel à la disposition d'un opérateur économique. Ce dernier a la possibilité de l'acquérir à une valeur résiduelle en fin de contrat. L'avantage du leasing est qu'il constitue un financement à 100% contrairement aux crédits bancaires où l'opérateur économique doit assurer un certain autofinancement.

Les ressources d'un organisme de leasing proviennent des fonds propres et des emprunts sur le marché financier (emprunts obligataires) et le marché monétaire (émission des certificats de dépôt).

I-2-2-2-2 Les sociétés de capital risque (SICAR)

Le capital risque implique un partage de risque entre entreprises et partenaires financiers. C'est un procédé de financement en fonds propres destiné aux PME que, généralement, les banques ne prennent pas le risque de les financer.

Ainsi, les sociétés d'investissement à capital risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession, au renforcement des fonds propres des entreprises et notamment des entreprises promues par les nouveaux promoteurs, des entreprises implantées dans les zones de développement régional, des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et

bénéficiant de mesures de redressement, ainsi que des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques.

En 2005, le champ d'intervention des SICARs a été étendu, elles peuvent accorder des avances en comptes courants aux entreprises dont elles détiennent au moins 5% du capital. Ces avances ne doivent pas dépasser 15% des ressources de la SICAR concernée.

I-2-2-3 Les institutions financières de placement  
On regroupe dans cette catégorie, les organismes de gestion de portefeuille (OGP), les organismes de placement collectif (OPC) et les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF).

I-2-2-3-1 Les organismes de gestion de portefeuille (OGP)

Il s'agit des intermédiaires en bourse dont la principale activité consiste à assurer le placement et le suivi des portefeuilles-titres de leurs clients.

I-2-2-3-2 Les organismes de placement collectif (OPC)

Cette catégorie regroupe les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds communs de créance (FCC).

I-2-2-3-2-1 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

Ces Organismes offrent aux investisseurs un placement à moyen ou long terme tout en bénéficiant, en plus des avantages liés à la diversification du risque avec le minimum de mise, et à la technicité des professionnels, de

l'avantage de la liquidité et de la transparence fiscale totale. Ils gèrent des portefeuilles collectifs de valeurs mobilières pour compte d'une clientèle de particuliers ou d'institutionnels.

On distingue les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds commun de placement (FCP).

I-2-2-3-2-1-1 les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)

Les sociétés d'investissement à capital variable ont pour objet l'acquisition et la gestion, pour leur propre compte, d'un portefeuille de valeurs mobilières exclusivement à partir de leurs fonds propres.

L'actif des sociétés d'investissement à capital variable doit être composé de façon constante de valeurs mobilières ayant fait l'objet d'une émission publique ou cotées en bourse, de titres émis ou garantis par l'état et de fonds en dépôt. Leur capital minimum à la souscription est de 300 000 dinars, par la suite il est variable en fonction des nouvelles souscriptions (achat d'actions SICAV par des personnes physiques ou morales) et des rachats (vente des actions SICAV par des personnes physiques ou morales).

Les actions SICAV sont représentatives de portefeuilles de placements collectifs en Bourse gérés par les professionnels du marché, ces produits sont proposés par la majorité des Banques de la place ainsi que par les intermédiaires en Bourse. La valeur liquidative d'une action SICAV est la valeur du portefeuille

divisée par le nombre d'actions SICAV souscrites, elle est évaluée pour chaque séance de Bourse.

Les actions SICAV sont par ailleurs des produits non négociables en Bourse, achetés et revendus exclusivement et à tout moment par l'établissement ou banque émettrice, on distingue les SICAV mixtes dont les portefeuilles sont constitués de titres de capital et de titres de créances et les SICAV obligataires ne comprenant que des titres de créances.

I-2-2-3-2-1-1 les fonds commun de placement (FCP).

Ils ont le même objectif de gestion que les SICAV, mais leur forme juridique est différente, ils n'ont pas de personnalité morale car les FCP ne sont pas des sociétés mais des copropriétés, les investisseurs étant des porteurs de parts et non des actionnaires.

Les FCP disposent d'une structure de fonctionnement très souple (pas d'assemblée, de conseil d'administration ni de personnel), la gestion est confiée à un gérant (une banque, un intermédiaire en bourse, une société de gestion) et la conservation des fonds et des titres revenant aux copropriétaires du fonds à un dépositaire (une banque ou une personne morale agréée par le ministère des finances).

Sur le plan fiscal, les porteurs de parts FCP sont avantagés dans la mesure où les plus-values réalisés par le fonds ne sont pas imposables et que les dividendes du portefeuille du fonds sont exonérés de tout impôt.

En 2005 il y a eu création des fonds d'amorçage et des fonds communs de placement à risque

**Les fonds d'amorçage** ont pour objet le financement des projets innovant avant la phase de leur démarrage effectif. L'intervention de ces fonds consiste à aider les promoteurs à exploiter les brevets d'invention, à achever l'étude technique et économique du projet, à développer le processus technologique du produit, avant la phase de commercialisation et achever le schéma de financement et ce, en employant leurs actifs dans la participation au capital des entreprises qui s'engagent à réaliser les projets cités ci dessus ou dans les titres donnant accès aux capitaux de ces entreprises ou sous forme d'avances en comptes courants associés.

La loi n°2005-58 du 18 juillet 2005 considère les fonds d'amorçage comme étant des fonds communs de placement en valeurs mobilière.

La distinction par rapport aux FCP traditionnels est que, au moins,

50% des actifs d'un fonds d'amorçage doivent être constitués de participation au capital des entreprises qui réalisent les projets cités ci dessus ou dans les titres donnant accès aux capitaux de ces entreprises ou sous forme d'avances en comptes courants associés.

La gestion de ces fonds est confiée à une banque ou à un intermédiaire en bourse.

Les fonds d'amorçage assurent deux principales fonctions, celle de financement et celle de placement.

**Les FCP à risque** (lois n°2005-105 du 19 décembre 2005) consistent en des placements en valeurs mobilières des entreprises promues par les nouveaux promoteurs, celles implantées dans les zones de développement régional, celles ayant fait l'objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement ainsi que les entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise. Les placements de ces fonds prennent la forme de participation au capital des entreprises. De même les FCP à risque peuvent accorder des avances en comptes courants aux entreprises dans lesquelles ils détiennent au moins 5% du capital à condition que le total de ces avances ne dépasse pas 15% des actifs du fonds.

Les FCP à risque bénéficient des mêmes avantages fiscaux que les SICARs puisqu'ils interviennent dans les mêmes domaines.

A la différence des SICARs, les FCP à risque n'ont pas la personnalité morale.

Les FCP à risque ont pour activité principale le financement.

I-2-2-3-2-2 Les fonds communs de créances (FCC).

Il s'agit d'une copropriété dépourvue de la personnalité morale dont l'objectif est l'acquisition des créances saines donc ni immobilisées ni douteuses ni litigieuses, résultant d'opérations de crédit et dont la durée à courir est supérieure à trois ans (les titres de créances détenues par des

établissements de crédit). L'objectif est de transformer ces créances en titres négociables destinées à être cédés sur le marché financier : c'est la titrisation des créances. La titrisation est introduite comme technique de mobilisation de l'épargne longue et de refinancement pour les banques

I-2-2-3-3 Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF)

Les sociétés d'investissement à capital fixe ont pour objet la gestion au moyen de l'utilisation de leurs fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières. Leur capital minimum est de 500 000 dinars.

A la différence des OPCVM, les Sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) sont des structures de gestion de portefeuille avec des objectifs de participation, de contrôle, de capitalisation ou de rétrocession, aussi elles n'offrent pas la possibilité de rachat des actions émises. Les SICAF sont, généralement, créées par des entreprises pour gérer leurs portefeuille-titres et bénéficier des avantages fiscaux.

I-2-2-4 Les sociétés de recouvrement des créances et de factoring

I-2-2-4-1 Les sociétés de recouvrement des créances

Elles ont pour objet l'achat des créances échues et impayées pour leur propre compte ainsi que le recouvrement des créances pour le compte des tiers, à titre de mandataire.

I-2-2-4-2 les sociétés de factoring

Elles assurent la gestion des créances des entreprises sur leurs clients, peuvent acquérir les créances, avant échéance, pour leur propre compte et assurer le recouvrement des créances pour leur propre compte.

## ***II- Les marchés de capitaux***

Dans une économie de marché, il y a des agents qui désirent épargner (offre de fonds prêtables) et des agents qui désirent emprunter (demande de fonds prêtables). Un certain échange va s'établir entre ces deux catégories d'agents. Le lieu où l'échange porte sur des titres de créance à court terme constitue le marché monétaire, alors que le lieu où l'échange porte sur des titres de créance et de propriété à moyen et long terme constitue le marché financier. Le lieu où l'échange concerne une monnaie contre une autre constitue le marché de changes.

### ***II-1 Le marché monétaire***

Par marché monétaire, on désigne l'échange qui s'établit quotidiennement entre offreurs et demandeurs de titres de créances à court terme. La monnaie centrale, en tant qu'actif liquide par excellence, est au centre de ce marché et fait l'objet d'un échange quotidien intéressant particulièrement les intermédiaires financiers. Le marché monétaire tunisien est ouvert aux établissements de crédit, aux entreprises (personnes morales de droit public ou de droit privé) et aux personnes physiques en qualité de souscripteurs<sup>3</sup>.

· *Les intervenants sur le marché monétaire*

Les organismes qui sont structurellement excédentaires et qui ont des liquidités à placer (ex. les sociétés d'assurance).

Les organismes qui sont structurellement déficitaires, dont les besoins en liquidités sont constants et s'expliquent par le fait que les crédits qu'ils distribuent sont supérieurs aux dépôts qu'ils collectent.

C'est le cas de l'ensemble des banques considérées globalement.

En fin, les intervenants qui vont au marché tantôt pour emprunter, tantôt pour prêter. Leur intervention sur le marché est fonction de leur situation de trésorerie. C'est le cas de chaque institution financière considérée isolément, des entreprises et des organismes divers.

Les échanges de liquidités sur le marché monétaire s'effectuent :

2 entre les banques dans le cadre du marché interbancaire où l'échange de liquidité s'effectue contre des achats fermes ou de prises en pensions d'effets publics ou privés<sup>4</sup>. En 2003, **la pension livrée** a été introduite afin de dynamiser le marché

3 Le marché monétaire était réservé, depuis sa création, aux banques et aux entreprises personnes morales. A partir de l'année 2005, il est ouvert aussi aux personnes physiques.

4 Les échanges de liquidités entre les banques se font en totalité dans le cadre du marché monétaire (marché interbancaire). Depuis le 20 décembre 1999, et dans l'objectif de moderniser le secteur bancaire, un système de télé

compensation sous la responsabilité de la BCT a été mis en place. Ce système permettra de dénouer la compensation sur la base d'enregistrements électroniques sans échange physique de valeurs entre les banques interbancaire. Elle consiste en l'achat des valeurs mobilières et des effets de commerce avec transfert de la pleine propriété à un prix convenu à la date de l'achat qui comprend, obligatoirement et irrévocablement, respectivement l'engagement du vendeur de racheter les valeurs mobilières et les effets de commerce objet de l'opération et l'engagement de l'acheteur de les lui rétrocéder à une date et à un prix convenus à la date de l'achat

3- Entre les entreprises ou avec des personnes physiques, par l'intermédiaire des banques, contre des billets de trésorerie.

4- Entre les établissements de crédit et les entreprises ou les personnes physiques contre des certificats de dépôt.

· *Les instruments d'échange sur le marché monétaire*

· Les certificats de dépôt : sont des titres de créance émis par les établissements de crédit (banques et organismes de leasing) dont la durée est de dix jours au moins et cinq ans au plus. Ces titres de créance sont souscrits par les entreprises et les personnes physiques. Ces certificats ne peuvent être remboursés par anticipation ni comporter de prime de remboursement. Ils ont une échéance fixe.

· Les billets de trésorerie : représentent des titres de créances négociables, émis par une entreprise anonyme désireuse de s'endetter auprès d'un autre agent et ce, par l'intermédiaire d'une banque. Ces titres de créance sont souscrits par les entreprises et les personnes physiques. Ils font l'objet d'une rémunération à taux fixe librement déterminée lors de l'émission et ne peuvent comporter de prime de remboursement.

· Les bons du trésor cessibles : émis par l'Etat par voie d'adjudication. Les banques souscrivent aux bons du trésor à un taux d'intérêt déterminé à partir des soumissions retenues par la BCT. Le montant du bon est fixé à mille dinars et le taux d'intérêt y afférent est déterminé en fonction des offres présentées par les banques lors de l'adjudication. Il est à noter que l'Etat a cessé, depuis 1999, d'émettre les bons de trésor cessible sur le marché monétaire, et que ces derniers ont été intégralement remboursés en juin 2003. Désormais, l'Etat n'émet de titres que sur le marché financier.

· *Les interventions de la Banque Centrale sur le marché monétaire*

La BCT intervient sur le marché monétaire pour injecter ou éponger des liquidités sous forme d'appels d'offres, de prise en pension de 1 à 7 jours, pension de bons de Trésor à 3 mois, ventes ou achats ferme de Bons de Trésor et sous forme d'opérations ponctuelles.

- **L'appel d'offre** : La BCT offre des liquidités par un appel d'offre communiqué aux banques une fois par semaine. Le montant de monnaie

centrale qu'elle est prête à offrir est déterminé sur la base des besoins prévisionnels des banques en monnaie centrale. Le taux de l'appel d'offre est le taux planché du marché monétaire.

Depuis

1988 la BCT appliquait la méthode du taux unique. A partir de 2004, la BCT a adopté la méthode mixte basée sur la notion du prix plutôt que sur les contreparties<sup>5</sup>.

**- la pension de bons du trésor d'une durée de 3 mois par voie d'appel d'offres:** La Banque Centrale de Tunisie a complété ses moyens d'intervention sur le marché monétaire par la mise en place

<sup>5</sup> Voir circulaire relative à l'organisation du marché monétaire N° 200509 du 14 juillet 2005 en novembre 2001 de la première opération de prise en pension de bons du Trésor par voie d'appel d'offres mensuel. Cet instrument vise à permettre à la Banque Centrale d'avoir un taux d'intérêt à 3 mois qui va contribuer à la hiérarchisation des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

**- La prise en pension de fin de journée de 1 à 7 jours :** Les banques qui n'ont pas pu recouvrir leur besoin de liquidités, sur le marché interbancaire et par les opérations de l'appel d'offre, peuvent demander à la BCT l'octroi d'un prêt sous forme de pension de 1 à 7 jours (les banques peuvent choisir la durée qui leur convient entre 1 et 7 jours. Jusqu'à fin 2001, les banques ne pouvaient bénéficier de pension de fin de journée que pour des durées de 7 jours.).

Ce prêt se fait contre la remise d'effets publics ou privés. Donc, la technique de prise en pension consiste en la cession de titres de créances assortie d'une clause de rachat tout aussi ferme et au comptant augmentée des intérêts, à une date convenue à l'avance. Le taux de la prise en pension est le taux plafond du marché monétaire.

- **Les opérations ponctuelles nettes:** En cas d'insuffisance de liquidités sur le marché monétaire, la BCT intervient en dernier ressort pour assurer cette liquidité, mais pour 24 heures uniquement. Dans le cas inverse, c.à.d. une surliquidité du marché, la BCT intervient pour éponger cet excédent.

- **Les opérations d'open market :** la BCT peut acheter ou prendre en pension aux banques, par voie d'appel d'offre à son initiative, des titres publics ainsi que des effets privés. Cette procédure a pour objectif de réguler le niveau global de la liquidité bancaire

- La BCT peut, si l'évolution de la liquidité bancaire le nécessite, procéder à une **ponction de liquidité sous forme d'adjudication.**

A cet effet, elle informe les banques de son intention d'emprunter des liquidités en leur précisant la période de l'emprunt. Ensuite, après dépouillement des soumissions à l'adjudication, la BCT conclue les emprunts à hauteur du montant à éponger en commençant par les taux d'intérêt les moins élevés.

- A partir de février 2009, suite à la crise financière et économique mondiale, et afin de faire face aux fluctuations imprévues et

importantes de la liquidité bancaire, les banques bénéficient de **facilités permanentes de dépôt ou de prêt** auprès de la Banque Centrale auxquelles elles peuvent recourir à leurs propres initiatives.

### **Encadré**

Les opérations du marché monétaire (en MDT)

FEVRIER

2009

Moyenne

17/03/200

9

Rappel

17/03/2008

Appel d'offres -604,6 -1340,0 -128,0

Prises en pension de 1 à 7 jours 4,7 - -

Facilité permanente de dépôt 24H -16,7 - -

Facilité permanente de prêt 24 H - - -

Opération open market (encours moyen

) : 25,1 25,1 24,6

Pension livrée - - -

Opérations ponctuelles nettes - - -

Injection de liquidité - - -

Ponction de liquidité - - -

**Volume Global de Refinancement** -591,5

-1314,9 -103,4

Source [www.bct.gov.tn](http://www.bct.gov.tn)

### **Principaux taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire au 19/03/2009**

Taux de l'appel d'offres 4,50

Taux de la facilité de prêt à 24 heures 5,00

Taux de la facilité de dépôt à 24 heures 4,00

Taux du marché monétaire (TM) au jour le jour  
4,20

Taux moyen mensuel du marché monétaire  
(TMM) du mois de février 2009 4,47

Taux de rémunération de l'épargne (TRE) du mois  
de mars 2009 2,70

Taux de la réserve obligatoire (selon la catégorie  
et la durée des dépôts)

7,50 ou 1,00

Source [www.bct.gov.tn](http://www.bct.gov.tn)

## ***II-2 Le marché financier***

Le marché financier se présente comme un marché sur lequel sont négociés les actifs financiers à long et à moyen terme : Les actions et les obligations. Sur ce marché intervient, d'une part, tous les agents économiques désireux d'emprunter des capitaux à MLT et, d'autre part, tous ceux qui sont désireux de placer leurs avoirs en titres à MLT. Le Marché financier est appelé également la Bourse des valeurs mobilières (BVM).

La BVM de Tunisie a été créée par la loi 69-13 du 29/02/69 modifiée successivement par les lois 88-49 du 8 Mars 1989 et par la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. La

BVM, au terme de cette loi, se présente comme une société privée dont le capital est détenu par les sociétés de bourse. La BVMT est soumise au contrôle permanent du conseil du marché financier (CMF) sous la tutelle du ministère des finances.

La BVM apparaît comme une forme d'intermédiation qui permet de :

- Drainer les ressources d'épargne disponible à MLT et les canaliser vers ceux qui en ont besoin.
- L'allocation efficiente de ces ressources parmi les divers projets d'investissement existant.

On distingue deux catégories d'intervenants, les demandeurs de capitaux et les offreurs de capitaux à MLT.

Les agents qui interviennent du point de vue demande :

Les entreprises : Une entreprise est une unité de production qui a besoin d'investir donc, qui a un besoin de financement. Pour ce faire les entreprises vont émettre des titres financiers pour financer leurs projets.

L'Etat : Celui ci a des projets d'investissement, et pour les financer il va faire appel à l'épargne en s'adressant au marché financier en émettant des emprunts, des bons du trésor.

Les agents qui interviennent du point de vue offre :

- Les entreprises en achetant les actions offertes par les autres entreprises.
- Les ménages : l'une des formes de placement de l'épargne des ménages est l'achat de titres sur le marché financier via les intermédiaires en bourse.

Les instruments de placement du marché financier sont constitués par les titres de créance (les obligations) et les titres de propriété ou bien les titres de capital (les actions).

La BVMT est organisée en deux marchés:

- **Le marché primaire:** c'est le marché des émissions de titres financiers qui est ouvert aux émissions nouvelles c.-à-d. l'introduction en bourse pour la première fois ou lors des augmentations de capital.

- **Le marché secondaire:** il assure l'échange des titres déjà émis et par là assure la liquidité pour les épargnants.

Le règlement général de la BVMT prévoit deux cotes:

- **La cote permanente (cote de la bourse)**

La cote de la Bourse comprend un marché principal des titres de capital, un marché alternatif de titres de capital et un marché des titres de créances.

#### **a- Conditions d'admission au marché principal des titres de capital :**

L'admission des sociétés à la cote de la bourse est subordonnée à certains critères concernant la performance, la diffusion des titres dans le public et la transparence de l'entreprise :

- Les deux derniers exercices doivent être bénéficiaires. Cette condition n'est pas exigée si la société s'introduit par la procédure ordinaire suite à une augmentation de capital ;

- Diffusion de 10% du capital dans le public avec possibilité de dérogation en cas de diffusion d'un montant de 1 millions de dinars

- Répartition des titres de la société détenus par le public entre

200 actionnaires au moins le jour de l'introduction ;

Disposer d'une organisation adéquate, d'un audit interne, d'un contrôle de gestion,...

Présenter un rapport d'évaluation sur les actifs de la société ;

Présenter des informations prévisionnelles sur 5 ans, accompagnées de l'avis du commissaire aux comptes ;

Produire un prospectus d'admission visé par le Conseil du Marché Financier.

### **b- Conditions d'admission au marché alternatif des titres de capital :**

Il s'agit d'un nouveau marché qui va entrer en vigueur fin 2007. son objectif est de permettre aux petites et moyennes entreprises (PME) qui ne répondent pas aux critères d'admission au marché principal des titres de capital de s'introduire en bourse en allégeant certaines conditions. Les entreprises admises sur ce marché ne sont pas obligées d'avoir les deux derniers exercices bénéficiaires. Les titres détenus par le public doivent être répartis entre 100 actionnaires au moins ou 5 actionnaires institutionnels. Chaque société admise au marché alternatif est tenue de désigner un listing sponsor parmi les établissements de crédit, les sociétés d'intermédiation en bourse... etc. ce listing sponsor a pour rôle d'apporter conseil et assistance et veille à ce que l'information financière de l'entreprise soit transparente.

### **c- Conditions d'admission au marché des titres de créances :**

Le marché obligataire est réservé aux titres de créances émanant de l'Etat et des collectivités publiques, des sociétés déjà cotées en bourse (titres de capital) et en général aux titres de créances des sociétés, avec comme conditions : L'encours de l'emprunt doit être égal ou supérieur à 1 MD.

Produire un prospectus d'admission visé par le Conseil du Marché Financier.

## **2- La cote occasionnelle (hors cote):**

Elle comporte :

- Le marché occasionnel où sont échangés aux enchères les titres des sociétés faisant appel public à l'épargne dont la liste est connue mais qui ne sont pas encore admises à la cote permanente. Il s'agit d'un marché Hors Cote qui est en quelque sorte un marché libre.
- Les enregistrements : c'est un compartiment des transactions sur dossiers où sont échangés de gré en gré des titres émis par des sociétés ``fermées''. C.-à-d. que les titres des sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne ne sont pas négociés mais soumis à une simple formalité d'enregistrement en Bourse.
- Les déclarations : Les transactions ayant lieu entre les personnes non résidentes et portant sur des valeurs mobilières et produits financiers émis par des sociétés non résidentes doivent être déclarées sans frais à la BVMT au plus tard 15 jours après leur inscription sur leurs registres.

Dans l'objectif de la dynamisation du marché financier plusieurs mesures ont été prises en 1999 et consistaient à:

- Encourager les sociétés à ouvrir leur capital social au public sur le marché financier à hauteur de 30% au moins en les faisant bénéficier d'une réduction de 35% à 20% du taux de l'impôt sur les bénéfices pendant une période de 5 ans.
- L'institution du " compte épargne en actions " en vue d'inciter les personnes physiques à épargner à long terme. Ce compte est ouvert auprès des banques et des intermédiaires en bourse. Les sommes qui y sont déposées sont affectées à concurrence de 80% au moins à l'acquisition d'actions, le reliquat devant servir à l'acquisition de bons de trésor assimilables(BTA).
- L'extension de l'émission des BTA par voie d'adjudication aux établissements adhérents à la société interprofessionnelle pour la compensation et les dépôts de valeurs mobilières (SOTICODEVAM).

Auparavant, les adjudications de ces titres étaient réservées exclusivement aux spécialistes en valeurs du trésor(SVT).

- L'institution en 1999 d'une nouvelle catégorie de titres publics à court terme, les bons du trésor à court terme(BTCT) pour une durée de 13, 16 ou 52 semaines. Les conditions et les modalités d'émission de ces titres sont similaires à celles des BTA. En 2006, l'Etat peut émettre des Bons du trésor à zéro coupon, il s'agit d'obligations qui comportent un seul paiement, c.-à-d. des bons du

trésor d'une durée inférieure ou égale à une année.

### ***II-3 Le marché des changes***

Le marché des changes assure la confrontation entre les offres et les demandes des devises étrangères. Il détermine le cours de chacune d'entre elles. C'est un marché délocalisé et permanent.

Dans les pays développés, les acteurs du marché des changes sont les banques commerciales, les entreprises qui sont engagées dans le commerce international, les institutions financières non bancaires et les banques centrales.

Les banques commerciales constituent le centre du marché des changes. Le commerce de devises entre banques, appelé marché interbancaire, représente la majeure partie des activités du marché des changes.

#### ***II-3-1 La notion du taux de change nominal (TCN)***

Le taux de change peut être défini par rapport à une seule monnaie étrangère, auquel cas on parle de taux de change nominal bilatéral (TCNB), comme il peut être défini par rapport à un panier de monnaies étrangères, auquel cas on parle de taux de change nominal effectif.

· Le taux de change nominal bilatéral (TCNB) c'est la quantité de monnaie locale qu'il faut céder pour avoir une unité de monnaie étrangère.

Si on considère deux pays, la Tunisie et les Etats Unis. Combien faut-il céder de DT pour avoir un dollar américain. Le 29/10/2000, \$1 s'échange contre 1,465DT.

On notera le TCNB entre le dinar tunisien et le dollar américain:  $N$  (DT/\$).  $N(\text{DT}/\$) = 1,465 \hat{U}$   
 $(1\$/1\text{DT})=1,465 \hat{U} 1\$=1,465\text{DT}$ .

Si  $N$  (DT/\$) augmente, ceci signifie qu'il faut céder plus de dinar pour le même dollar. On dira alors que le dinar s'est **déprécié** par rapport au dollar. Si par contre  $N$  (DT/\$) diminue, On dira que le dinar s'est **apprécié** par rapport au dollar.

Cependant, il faut distinguer la dépréciation de la **déévaluation** d'une monnaie. La déévaluation est une décision politique qui consiste à diminuer la valeur de la monnaie nationale par rapport à l'ensemble des monnaies étrangères.

- Les différents taux de change: on distingue le taux de change au comptant (spot) et le taux de change à terme (future).

- *Le taux de change au comptant (spot):* il concerne une opération immédiate pour laquelle le cours est fixé aujourd'hui, par exemple Le 29/10/2000,  $N(\text{DT}/\$) = 1,465$ .

- *Le taux de change à terme (future):* il concerne un taux de change qu'on se fixe aujourd'hui pour un échange qui aura lieu plus tard (NT). On l'utilise dans les opérations commerciales pour se couvrir contre les fluctuations de change.

Si  $NT > N$   $\Rightarrow$  les opérateurs économiques anticipent une dépréciation de la monnaie locale (le DT par exemple) par rapport à la monnaie étrangère (le \$ par exemple), on dit que le dollar cote un report (over spot).

Si  $NT < N$   $\Rightarrow$  les opérateurs économiques anticipent une appréciation de la monnaie locale (le DT par exemple) par rapport à la

monnaie étrangère (le \$ par exemple), on dit que le dollar cote un déport (Under spot).

Donc si,

( )

$N(DT)$

$NT(DT) N(DT)$

( )

$N(DT)$

$NT(DT) N(DT)$

0 le Dollar cote un déport le dinar cote un report

/\$

/\$ /\$

0 le Dollar cote un report le dinar cote un déport

/\$

/\$ /\$

- < p

- > p

### III-3-2 les opérations sur le marché des changes

Dans ce paragraphe, on va se limiter uniquement, à quelques opérations.

· Les opérations sur le marché au comptant: *les opérations d'arbitrage* : c'est les opérations qui visent à réaliser un gain en profitant du différentiel des taux de change, c.-à-d. acheter une devise bon marché et la revendre plus cher. Supposons qu'à New York,  $N (\$/DM)=0,30$  et qu'à Londres

$N (\$/DM)=0,35$ . Quelqu'un qui achèterait 1 million de DM à New York contre 300000\$ et les échanger immédiatement à Londres pour 350000\$, ferait un profit brut de 50000\$. Mais tous les acteurs vont essayer de profiter de la situation, ce qui va se traduire par une

augmentation de la demande de DM à New York, ce qui ferait augmenter son prix en \$, alors que l'augmentation de l'offre de DM à Londres ferait baisser son prix. La différence entre les cours de Londres et de New York va vite s'estomper et la règle du taux croisé s'appliquera.

· Les opérations sur le marché à terme :

*Les opérations de couverture* : cette opération porte sur une transaction qui aura lieu plus tard pour un taux fixé aujourd'hui (NT).

La couverture consiste à ne pas courir le risque lié aux fluctuations de taux de change.

Considérons l'exemple suivant: un Européen importateur de jeans des USA. Le paiement va s'effectuer en dollars dans 2 mois. Si l'importateur Européen paye 30\$ l'unité et que son prix de vente est de 40 Euros l'unité, son profit va dépendre du taux de change entre Euro et dollar. Si  $N(\text{Euro}/\$) = 1$ , l'importateur paye 30 Euros l'unité, son profit est de 10 Euros par unité.

Mais l'importateur ne dispose pas de fonds nécessaires pour payer aujourd'hui, il ne peut disposer des fonds qu'après 2 mois. Si pendant cette période (2 mois) l'Euro se déprécie pour atteindre 1,4 Euro par dollar,

l'importateur devra payer (1,4 Euro par dollar)  $\times (30\$ \text{ par jean}) = 42$

Euros par jean. Il fera alors une perte de 2 Euros par jean. Pour éviter ce risque, l'importateur peut faire une opération de change à 60 jours avec sa banque. Si la banque acceptera de lui vendre les dollars à 60 jours au taux de 1,2 Euro par dollar (NT), l'importateur sera assuré de

ne payer à son fournisseur que  $(1,2 \text{ Euro}/\$)$  (30\$ par jean) = 36

Euros par jean. En achetant le dollar et en vendant l'Euro à terme, l'importateur se garantit un profit de 4 Euros/jean. Par cette opération l'importateur s'est couvert contre le risque de change.

*Les opérations de spéculation* : la spéculation consiste à prendre un risque dans l'espoir de réaliser un gain. Un spéculateur cherche à vendre les devises dont il anticipe une dépréciation et acheter celles dont il anticipe une appréciation.

Exemple d'opération de spéculation: **Le SWAP**.

Un SWAP de change ou SWAP de devises est une vente au comptant d'une devise combinée à un rachat à terme de la devise. Le spéculateur va jouer sur le différentiel de change.

Si à New York, un spéculateur anticipe une dépréciation de l'euro dans 2 mois (une diminution de  $N$  (\$/Euro) dans 2 mois), il va s'engager à **vendre à terme** des Euros à un taux assez proche du taux au comptant aujourd'hui. Si le taux au comptant d'aujourd'hui  $N$  (\$/Euro) = 1 et que  $N_T$  (\$/Euro) = 0,9. Si dans 2 mois  $N$  (\$/Euro) = 0,8.

Dans 2 mois, le spéculateur va acheter des Euros au taux de 0,8\$ et les revendre au taux de 0,9\$, il gagnera 0,1\$ par Euro.

*III-3-3 Le marché des changes Tunisien.*

Le marché au comptant

En vue d'assurer une certaine flexibilité du taux de change, les autorités monétaires ont instauré depuis 1994 le marché des changes. Les

intervenants sont les banques résidentes ainsi que les banques off shore (pour le compte de leurs clients résidents) et la banque centrale. C'est **un marché interbancaire**. L'intervention des banques se fait uniquement pour le compte des résidents, il reste **un marché fermé pour les non résidents**. Toute opération de vente ou d'achat de devises sur ce marché doit avoir une contrepartie réelle (exportation, importation...etc), c'est **un marché adossé**, il n'y a pas de spéculation.

Le marché à terme

En plus du marché des changes au comptant, le marché des changes tunisien s'est doté d'un marché à terme pour les opérations commerciales (importations et exportations) et financières et ce afin de se couvrir contre le risque de change. Dans ce cadre, les intermédiaires agréés peuvent coter à terme les devises contre dinars pour une durée ne dépassant pas 12 mois pour le compte de leurs clients.