

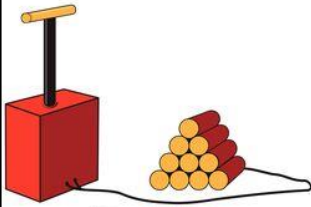
2019: SIGNAUX AVANCÉS D'UNE CRISE FINANCIÈRE? QUEL IMPACT SUR LA TUNISIE?



MICHEL-HENRY BOUCHET
SKEMA BUSINESS SCHOOL
6 FÉVRIER 2019

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET DE GESTION DE TUNIS.
DÉPARTEMENT D'ÉCONOMIE & LABORATOIRE D'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE
WWW.DEVELOPINGFINANCE.ORG





LES DÉCLENCHEURS D'UNE CRISE EN 2019?

▶ Déclencheurs géopolitiques

Corée du Nord, Iran, Russie, Venezuela, Turquie

▶ Déclencheur par crise de devise

Brésil? Mexique? £? €

▶ Déclencheur bancaire

Sous-capitalisation **banques chinoises**

▶ Déclencheurs macro-économiques:

Protectionnisme aggravé Chine-USA

Flambée du prix du **pétrole?**

Chute de la croissance en Chine

▶ Déclencheurs financiers

Hausse des **taux d'intérêt** dans l'OCDE

Ratio **d'endettement**

Crise Euro avec Brexit « dur »

MH BOUCHET/2019

3

SIX SIGNAUX AVANCÉS D'UNE CRISE FINANCIÈRE AVEC RÉCESSION?

1. Term spread (Estrella and Mishkin-1998): Une **courbe des taux inversée** est un indicateur avancé de récession: Rendement de LT < taux d'intérêt à CT
2. R. Shiller (**valorisations excessives** : CAPE ratio)
3. H. Minsky (**Dettes/PIB** + Ratio Service de dette) Global ratio: 235%
4. C. Borio (BIS-2018): fin du cycle de **hausse des prix d'actifs** financiers et réels (crédit/PIB + prix réels de l'immobilier)
5. Anticipations d'**inflation** et de hausse des taux d'intérêt réels (fin du QE pour FED et BCE)
6. **VIX Index** : moyenne des volatilités sur les options d'achat et de vente sur l'indice S&P's 500.



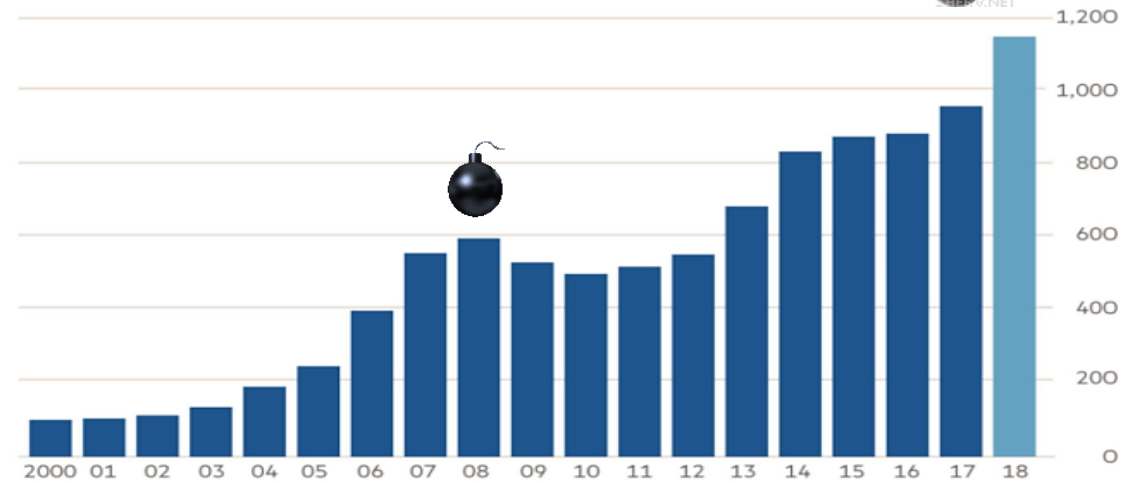
MH BOUCHET/2019

4

EXPLOSION DU MARCHÉ US DE LA DETTE CORPORATE

US leveraged loan market swells beyond \$1tn

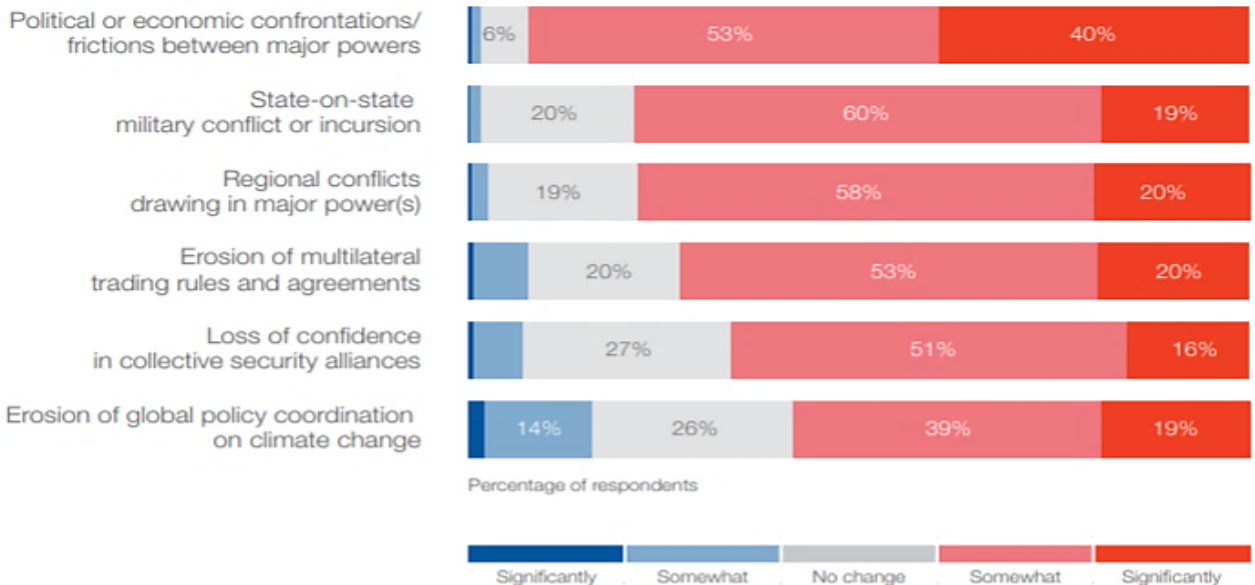
Value of outstanding US leveraged loans (\$bn)

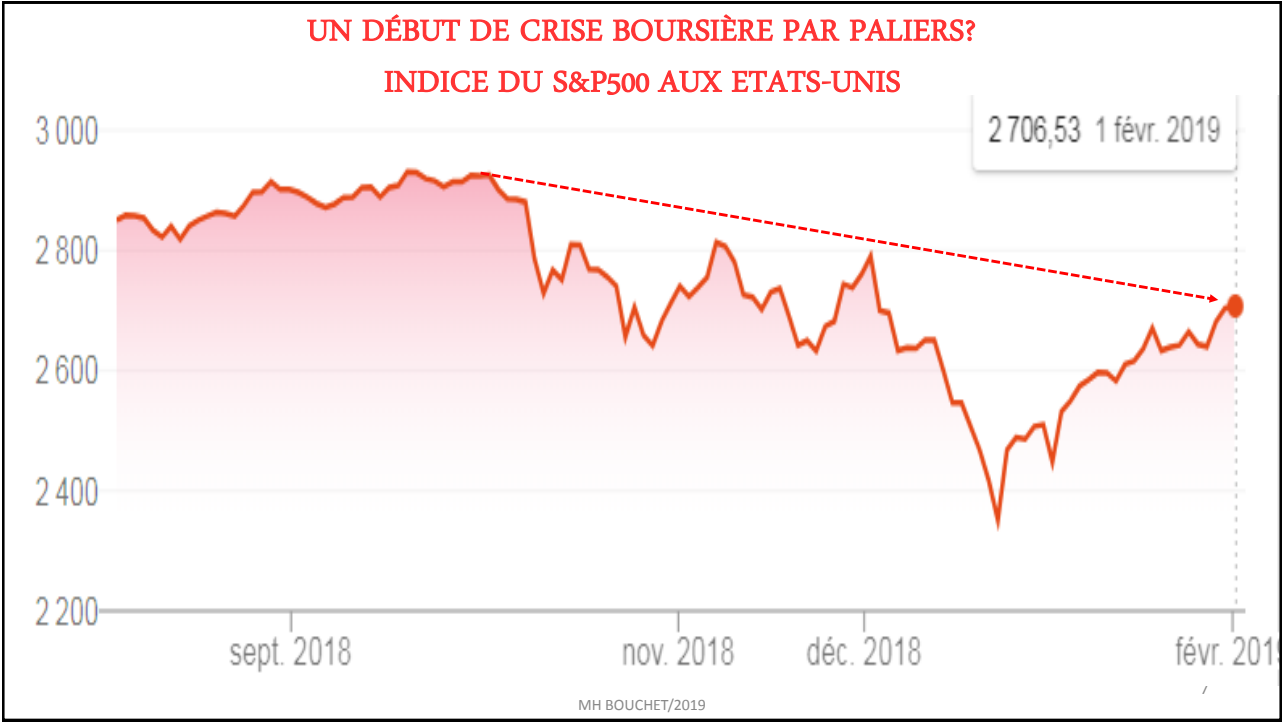


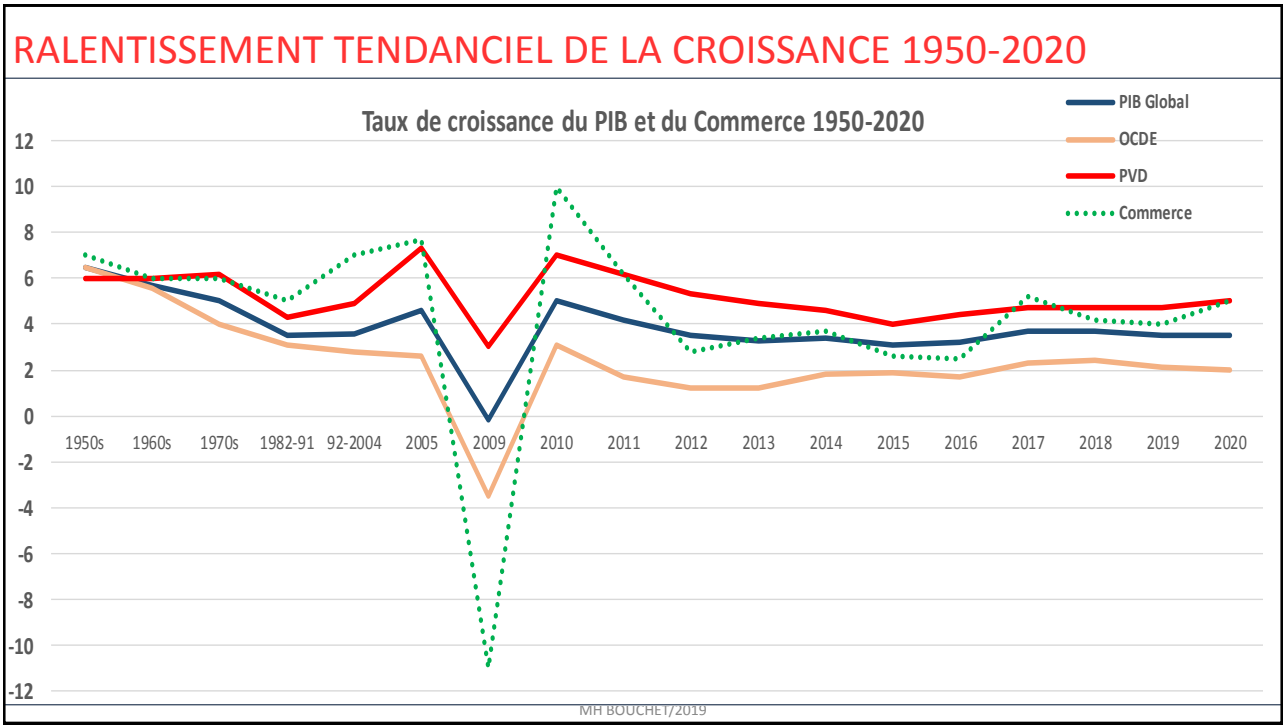
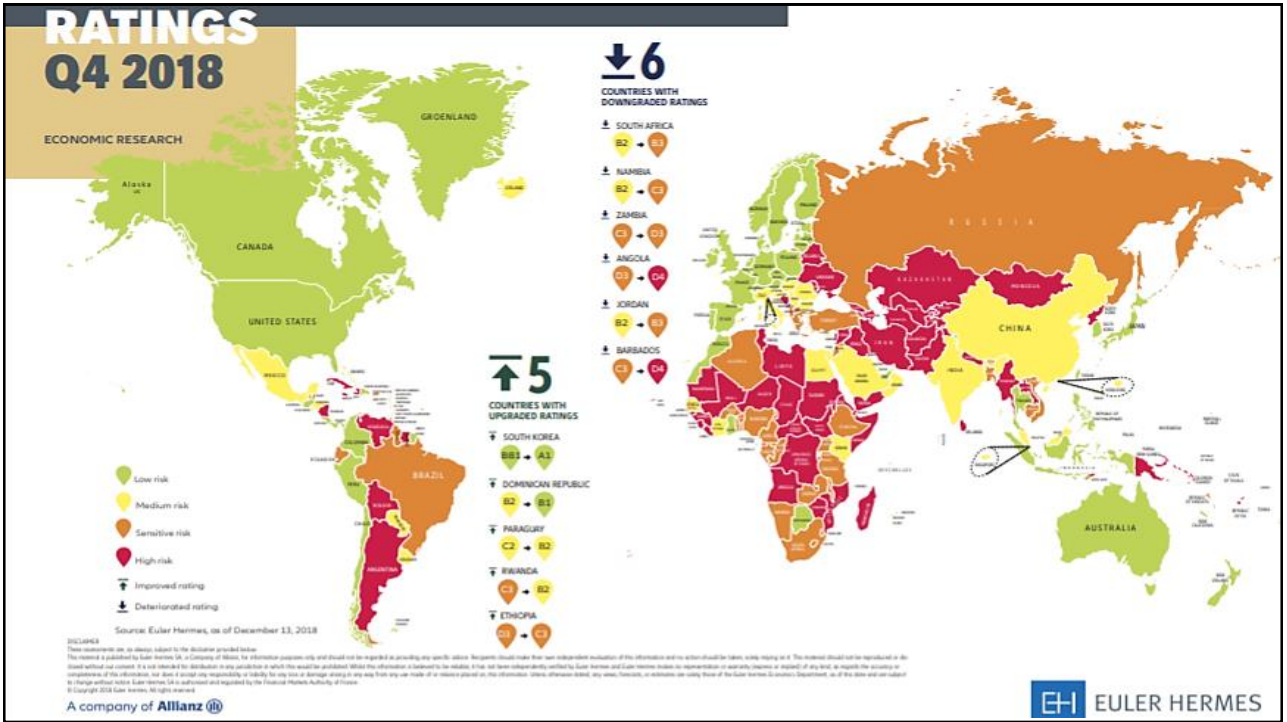
Sources: S&P Global Market Intelligence's LCD
© FT

MH BOUCHET/2019

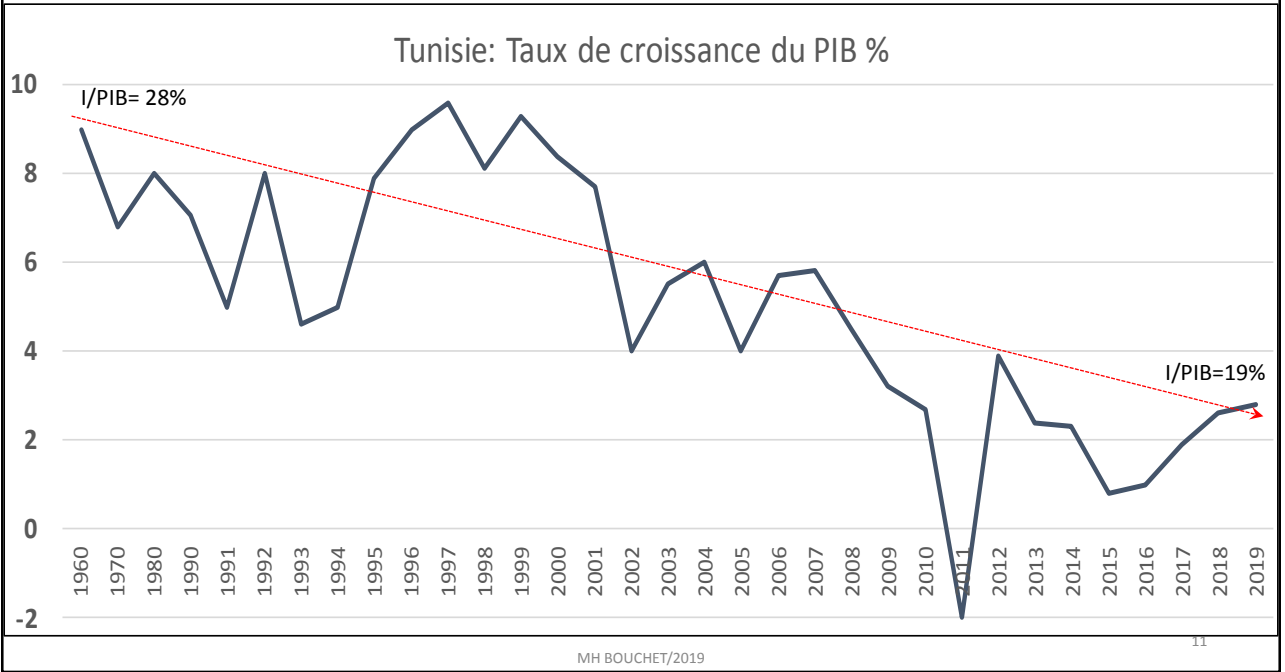
WEF SURVEY 2019: LES RISQUES VONT PROCHAINEMENT AUGMENTER OU DIMINUER?



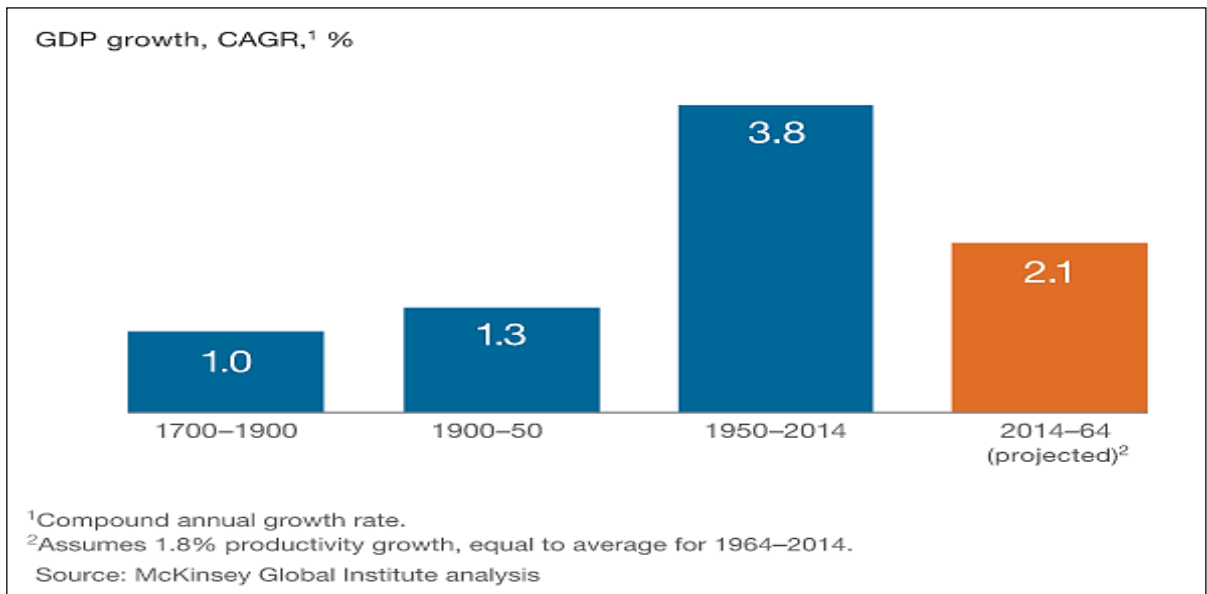




TUNISIE : DÉCLIN TENDANCIEL DU TAUX DE CROISSANCE



PROSPECTIVE: RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE POUR LES 5 PROCHAINES DÉCENNIES



3 DÉFIS

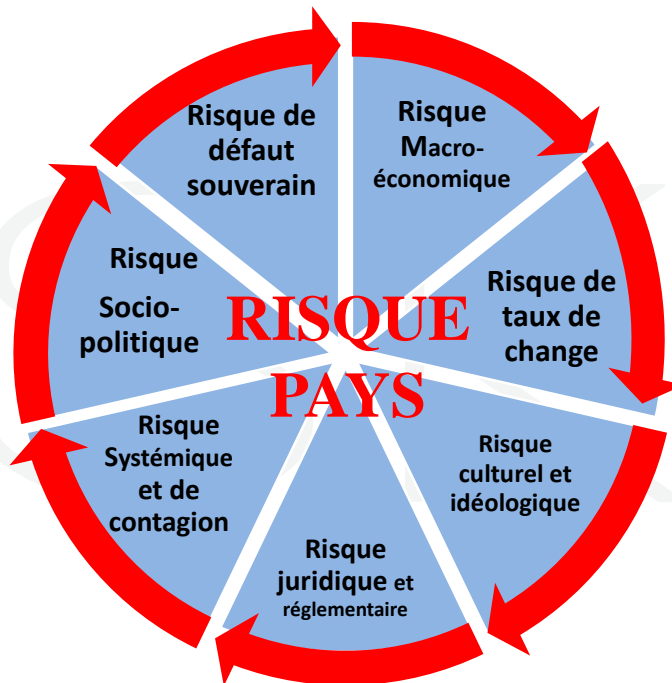
1: LE RISQUE-PAYS TUNISIE À L'ÉPOQUE DE TRUMP ET DE LA GLOBALISATION?

2. RISQUE DE CRISE EN TUNISIE À COURT-TERME?

3. ATOUTS DE LA TUNISIE À MOYEN ET LONG-TERME?

MH BOUCHET/2019

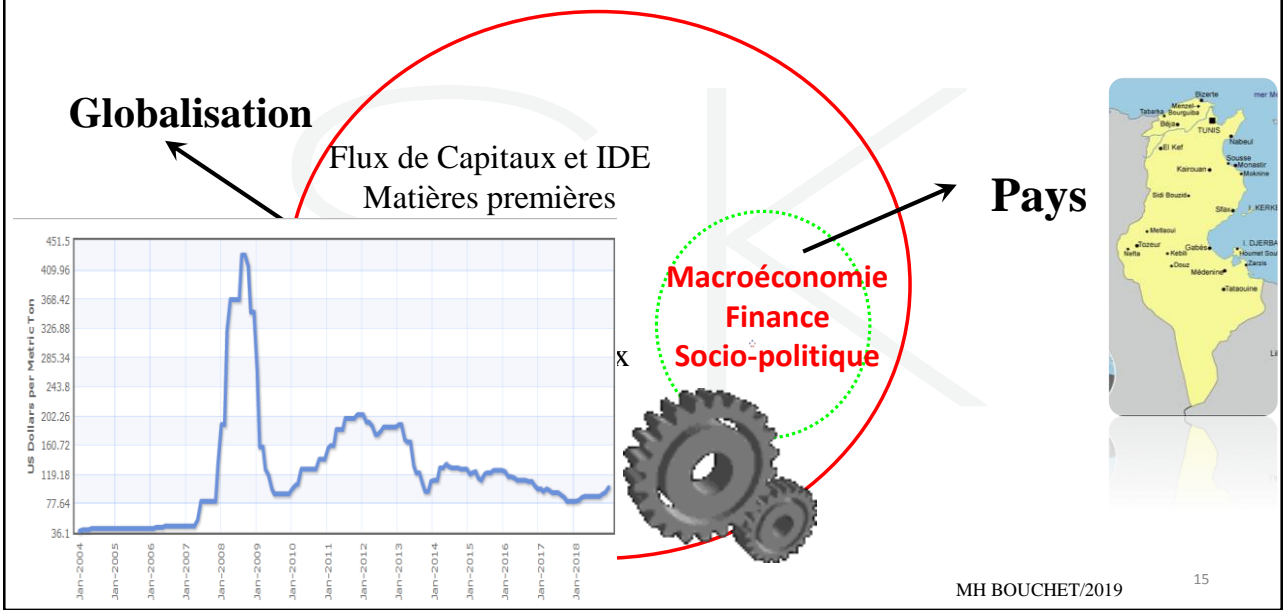
13



MH BOUCHET/2019

14

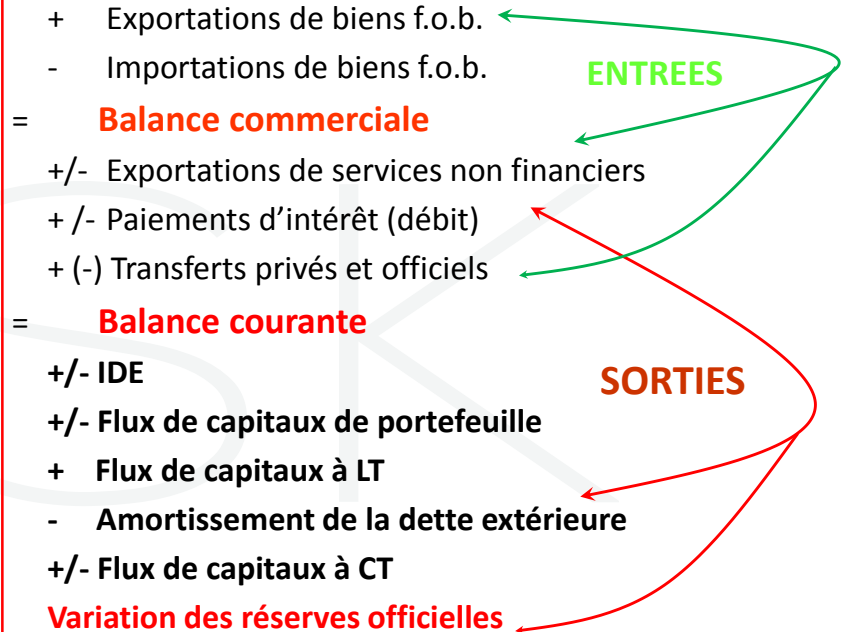
INTERACTIONS RISQUE-PAYS & GLOBALISATION



INDICATEURS DE RISQUE FINANCIER ET MACRO-ÉCONOMIQUE

1. Déficit des finances publiques/PIB
2. Taux de change réel effectif
3. Déficit des paiements courants/PIB
4. Indicateurs de liquidité & solvabilité (dette extérieure)
5. Structure de la dette extérieure
6. Compétitivité commerciale (exportations, marché?)
7. Indices d'inégalité sociale (et régionale!)

La **Balance des Paiements** est au cœur du **Risque-Pays**



MH BOUCHET/2019

17

LES INDICATEURS DE RISQUE FINANCIER

FLUX

Risque de Liquidité

- ▶ Ratio de service de la dette $(P+I/X)$
- ▶ Ratio de service d'intérêt (I/X)
- ▶ Balance courante/PIB
- ▶ Ratio Réserves/Imports
- ▶ Δ Exports/ Taux d'intérêt

STOCKS

Risque de Solvabilité

- ▶ Ratio Dette/Exportations
- ▶ Ratio Dette/PIB
- ▶ Ratio Dette CT/Réserves
- ▶ Ratio ST Dette/Dette Totale

MH BOUCHET/2019

18

SEUILS DE RISQUE DE CRISE

► Variable de stock = Solvabilité

Dette/PIB < 66%

Dette/Exports < 150%

Reserves/mois d'importations > 6 mois

► Variable de flux = Liquidité

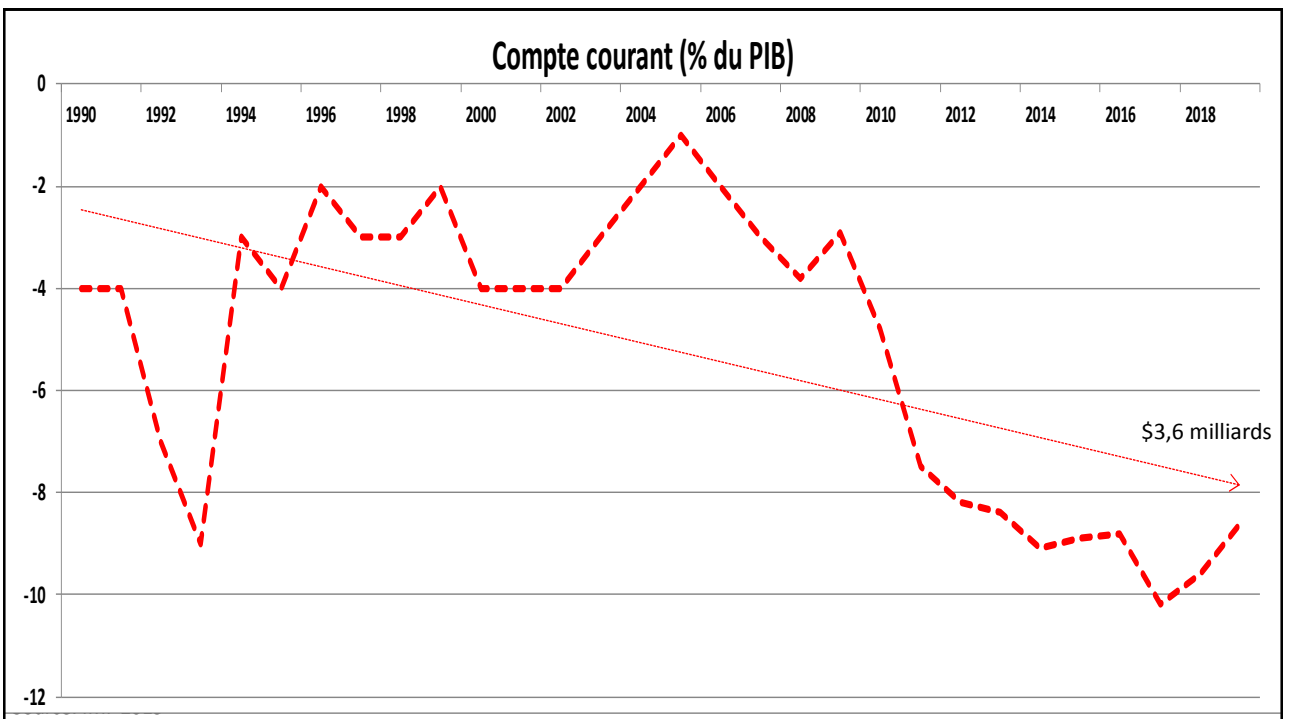
Service de la dette/Exports < 33%

Paiements d'Intérêts/Exports < 25%

Déficit des paiements courants/PIB % < 3%

MH BOUCHET/2019

19

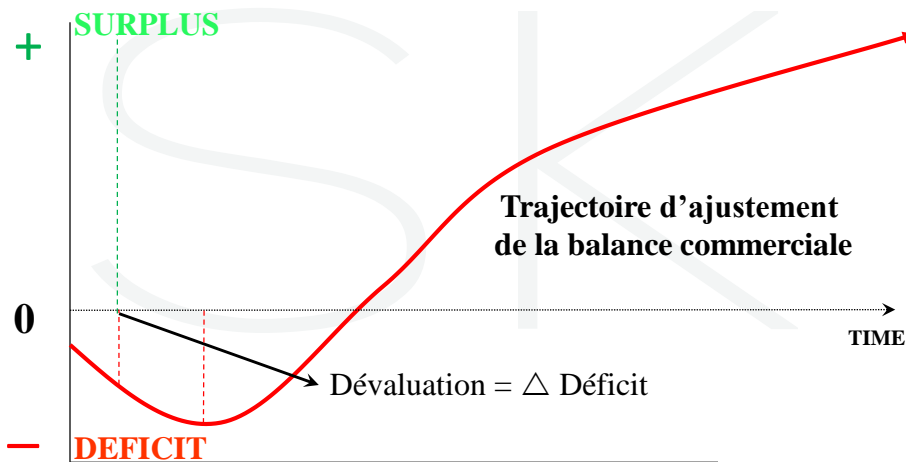


DIX ANS DE DÉPRÉCIATION: TAUX DE CHANGE EURO-DINAR 2009-19

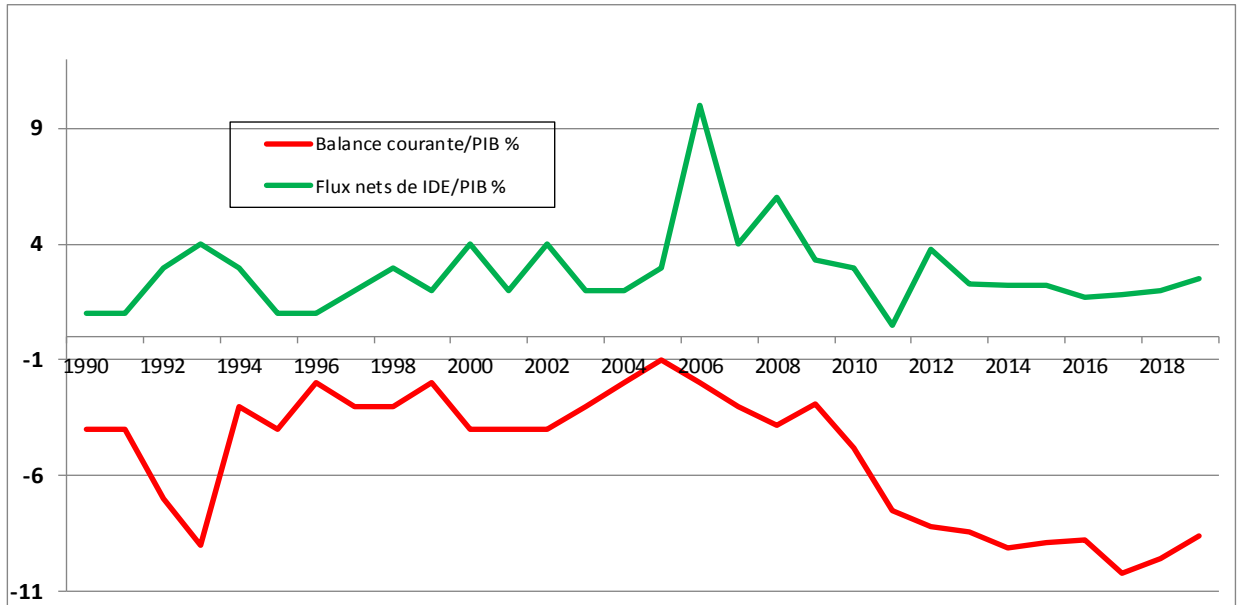


LA "COURBE EN J": TAUX DE CHANGE, INERTIE D'AJUSTEMENT, ET ÉLASTICITÉS

Balance des Paiements (US\$ ou % PIB)



DÉFICIT DE BALANCE COURANTE ET CAPITAUX NON-CRÉATEURS DE DETTE

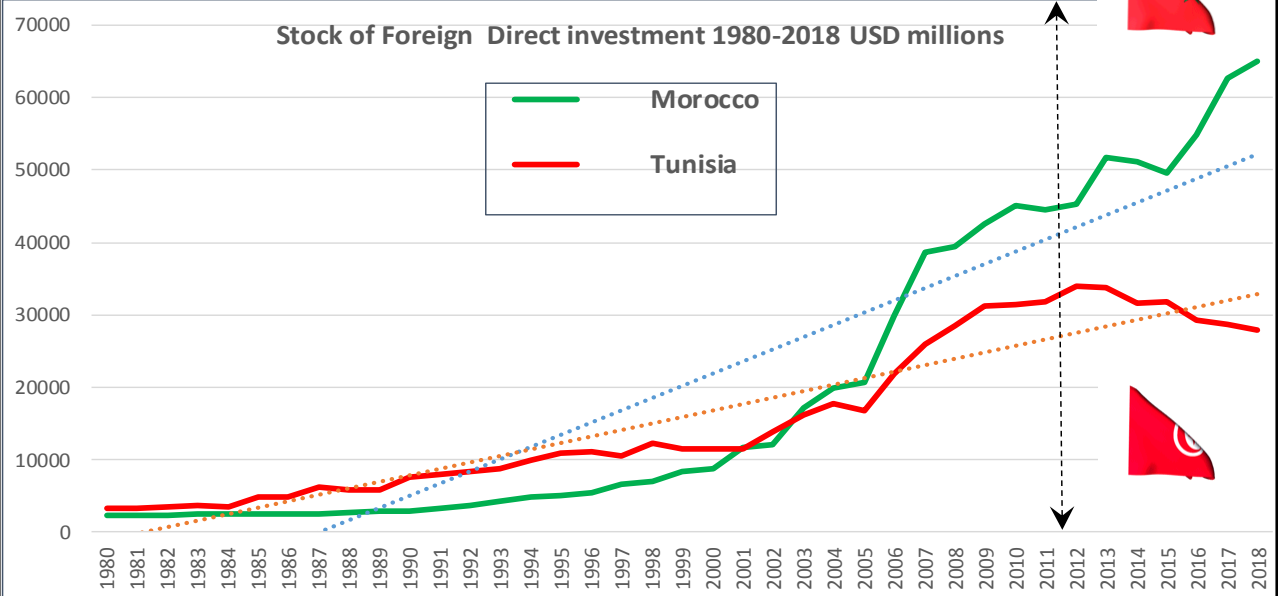


Source: IMF & UNCTAD

MH BOUCHET/2019

23

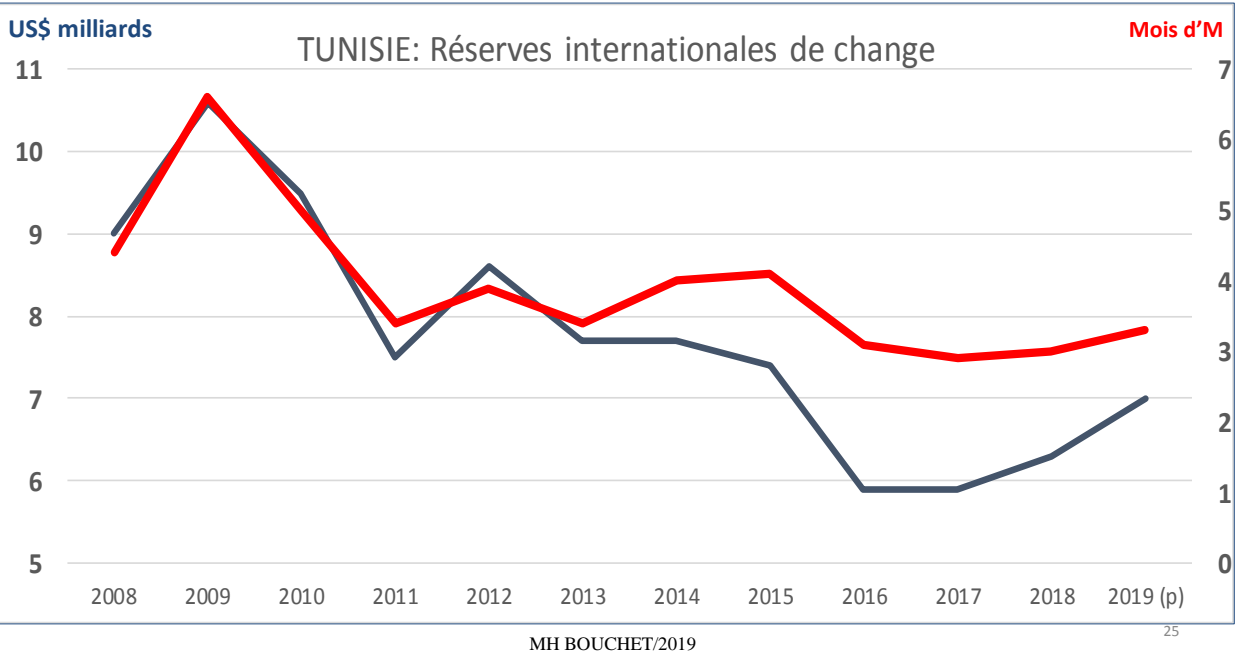
LE JEU À SOMME > 0 DES IDE MAROC-TUNISIE



MH BOUCHET/2019

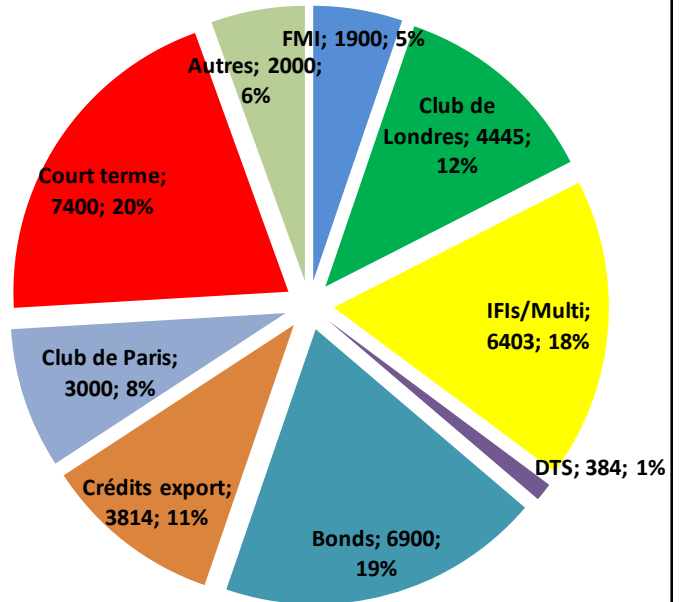
24

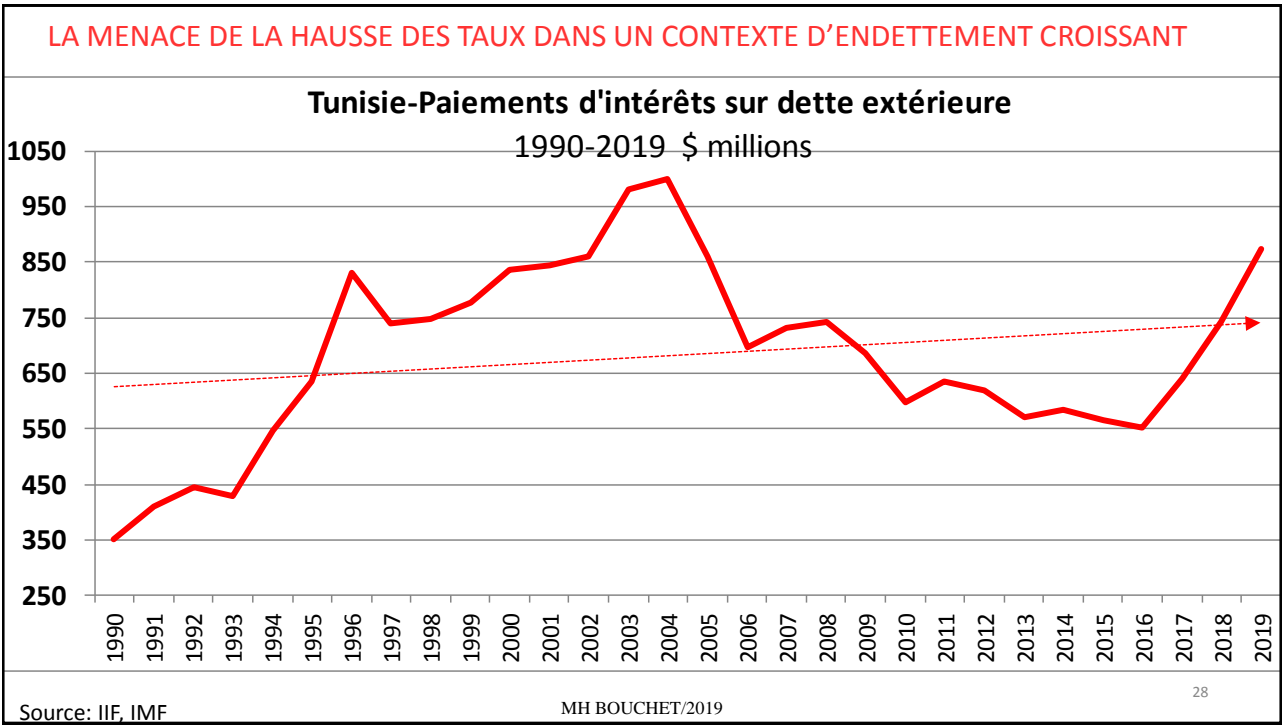
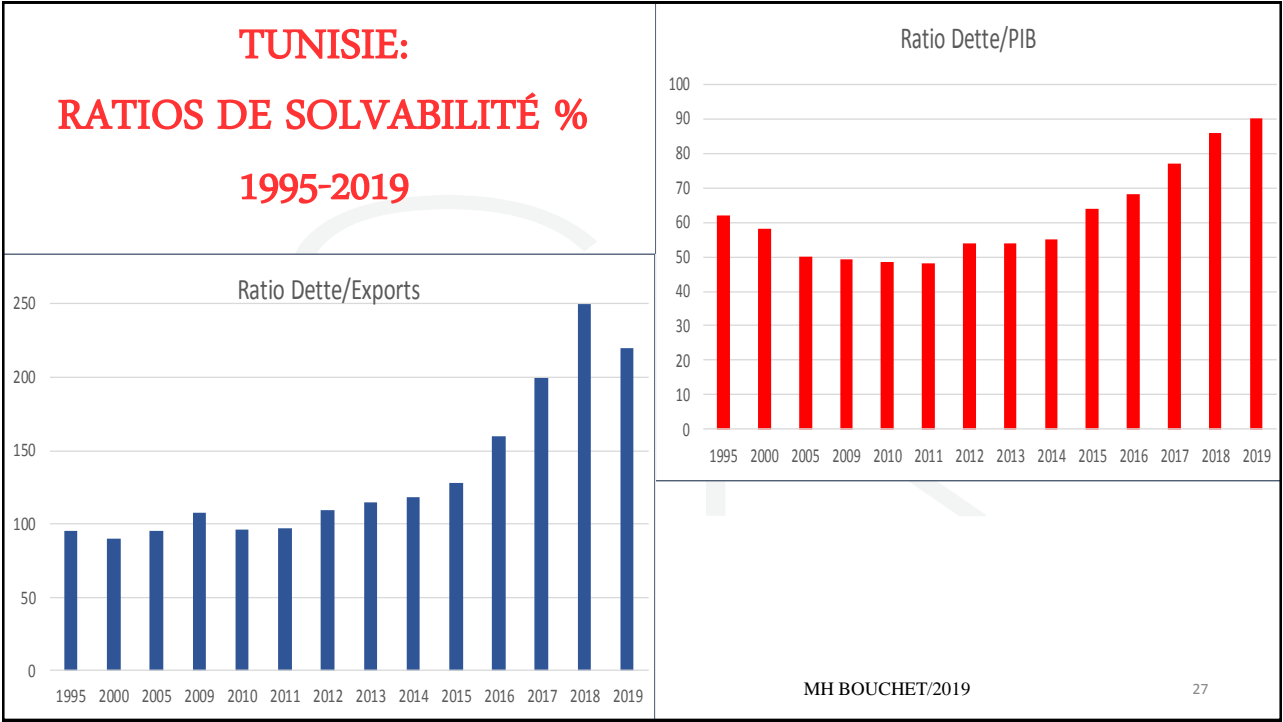
2008-19: DÉFICIT DE BALANCE DES PAIEMENTS = DÉCLIN DES RÉSERVES DE CHANGE



TUNISIE:
DETTE EXTERNE TOTALE
\$38 MILLIARDS = 90% PIB
220% DETTE/EXPORTS

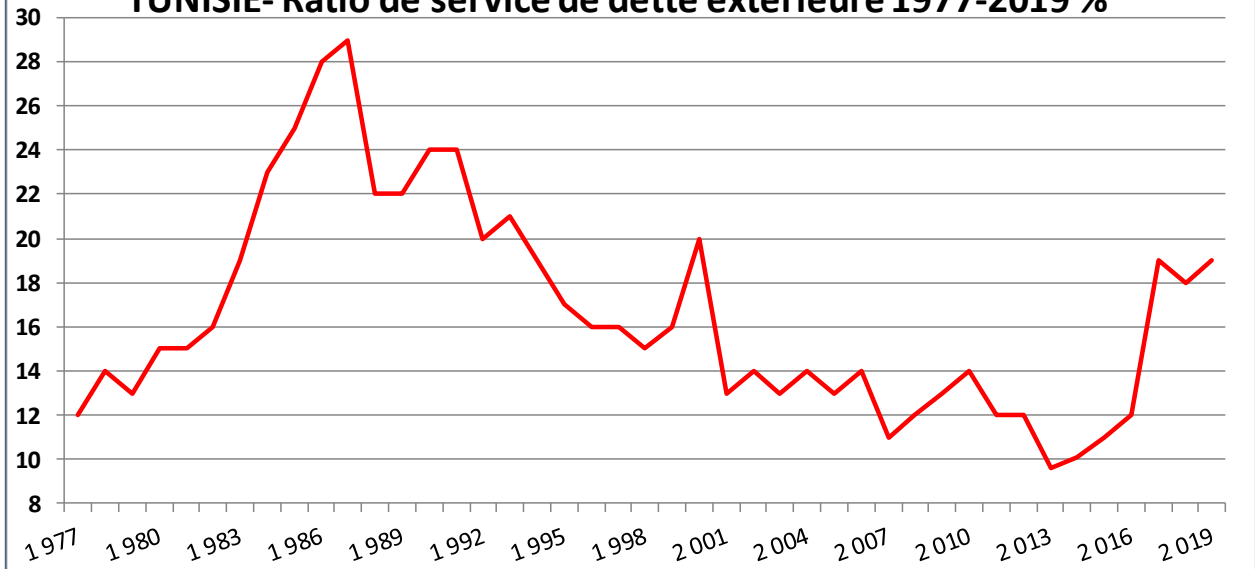
Maturité moyenne = 8 ans
15% détenus par fonds spéculatifs





TUNISIE: INDICATEUR DE LIQUIDITÉ

TUNISIE- Ratio de service de dette extérieure 1977-2019 %



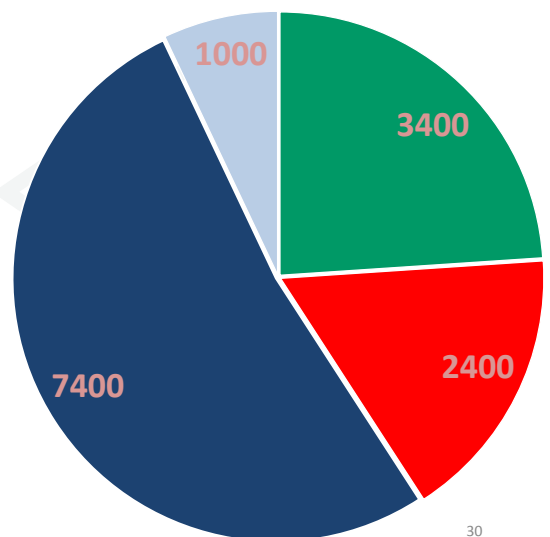
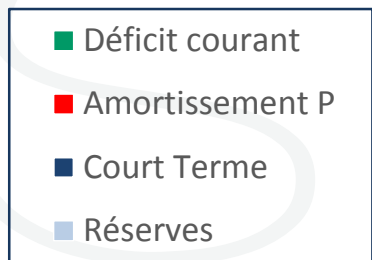
MH BOUCHET/2019

29

TUNISIE: BESOINS DE FINANCEMENTS EXTÉRIEURS

2019

=> \$13,2 MILLIARDS= 23% OF GDP



MH BOUCHET/2019

30

2019 2 PROFILS DE RISQUE-PAYS?		MAROC	TUNISIE
	Exports/PIB	32%	32%
	Dette/Exports	103%	220%
	Dette/PIB	35%	90%
	Déficit courant % PIB	-3,70%	-8,6%
	Dette/Réserves	128%	500%
	Ratio Service Dette	7%	18%
	Réserves en mois M	6,3	3,30
	Coface 2019	A4	C

Source: DEFI, Coface, IMF, OECD, Bloomberg, Unctad, FITCH, Euler


MH BOUCHET/2019

31

2019: ANNÉE ÉLECTORALE ET CONDITIONNALITÉ FMI	IMF Conditions 2018-19
	primary budget deficit target <4% PIB
	floor on social spending
	eliminating preferential tax regime for off-shore companies, hence outside the EU
	list of non-cooperative tax jurisdictions
	strict control on hiring in public sector
	VAT tax reforms for liberal professions
	No wage increase in 2019-20
	<12,4% of GDP by 2020
	public pension reform
	energy subsidy reform
	fuel + gas + electricity
	Real policy rate increase
	Increased exchange rate flexibility
	No external debt payment arrears
No domestic payment arrears	
Business Climate from 80 to 50	
High Anti-corruption authority	

MH BOUCHET/2019

32




QU'EST-CE QUE LA *DONOR FATIGUE* EN 2019?

MH BOUCHET/2019 33

TUNISIE:
CONTRAINTES DE FINANCEMENT EXTÉRIEUR

HYPOTHÈSES 2019?

**Besoins
de financements
extérieurs >
\$ 13,2 milliards**



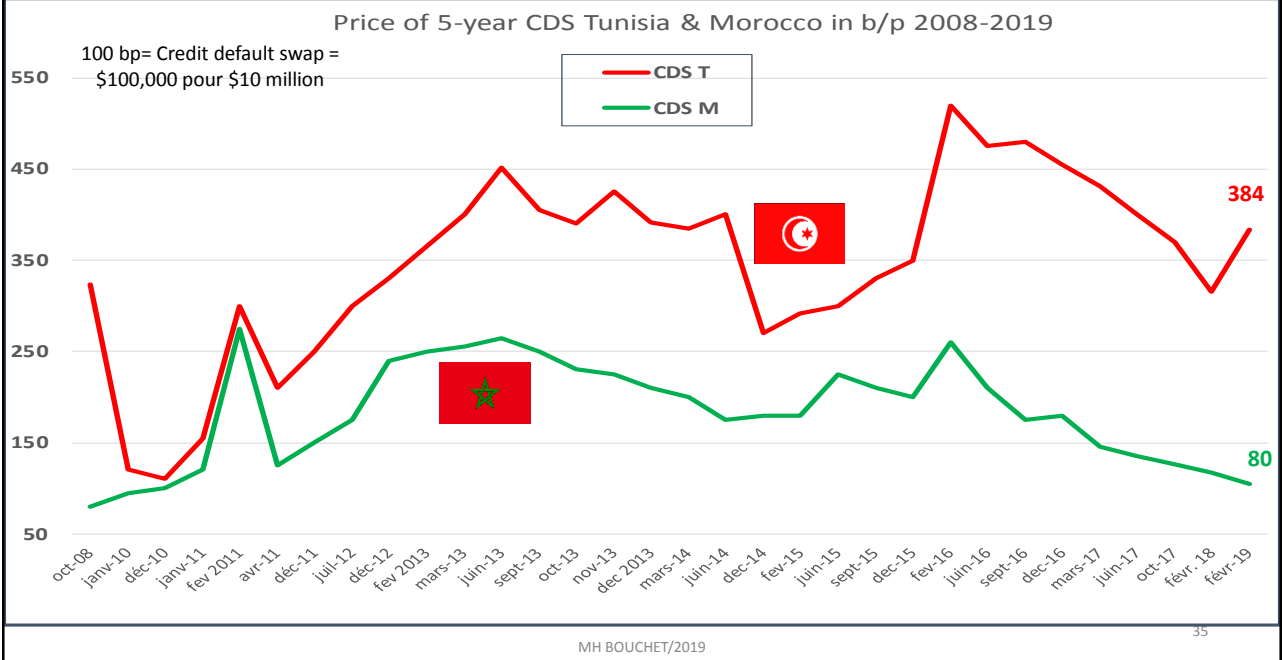
- ✓ **FMI= \$1000**
- ✓ **World Bank= 550**
- ✓ **EU + Bilatéral= 700**
- ✓ **Autres= 250**

Risque-Pays
↙

- **IDE = \$1000**
- **Marché des capitaux = \$1050**
- **Club de Londres =1000**
- **Dette à CT=7600**

Michel Henry Bouchet (c) 2019 34

LE COÛT DE L'ASSURANCE DU RISQUE-PAYS 2008-2019



LE JURY DES RATINGS ET LA TUNISIE EN 2019



Les agences de notation n'évaluent pas le Risque-Pays mais le risque de crédit lors d'émissions obligataires

	R&I	FITCH	MOODY's	S&Ps
1994	BBB+ stable			
1995	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 stable	
1996	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 stable	
1997	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 stable	BBB- stable
1998	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 stable	BBB- stable
1999	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 stable	BBB- stable
2000	BBB+ stable	BBB- stable	Baa3 positive	BBB stable
2001	BBB+ stable	BBB stable	Baa3 positive	BBB stable
2002	BBB+ stable	BBB stable	Baa3 positive	BBB stable
2003	BBB+ stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2004	BBB+ stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2005	BBB+ stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2006	BBB+ positive	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2007	A- stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2008	A- stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2009	A- stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2010	A- stable	BBB stable	Baa2 stable	BBB stable
2011	BBB-	BBB-	Baa3-	BBB-
2012	BBB- stable	BB+	Ba1 negative	BBB-
2013	BBB- negative	BB-	Ba2 negative	BB-
2014	BBB- negative	BB-	Ba2	n.a
2015	BB+ negative	BB- stable	Ba3 stable	n.a
2016	BB+	BB- negative	Ba3 negative	n.a
2017	BB stable	B+ stable	Ba3 negative	n.a
2018	BB-	B+	B1-	n.a
2019	BB-	B+	B2-	n.a

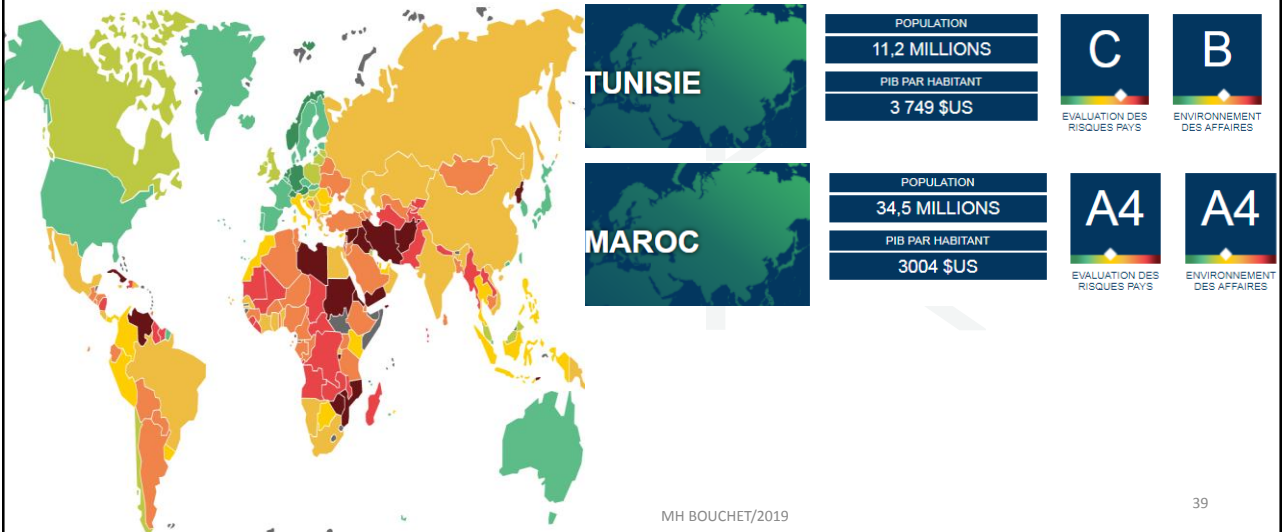
MH BOUCHET/2019

LA NOTATION DU RISQUE-PAYS TUNISIEN EN 2019

	TUNISIE	MAROC	ALGERIE	EGYPTE	JORDAN	SYRIE	SOUTH AFR
S&Ps	?	BBB-		B+	BB		BBB+
MOODY's	B2 -	Ba1		B3	B1		Baa3
FITCH	B+	BBB-		BB-			B
EIU	CCC	BB	BB	CCC	B	CCC	BBB+
COFACE	C	A4	C	B	B	D	B
CAP INTERN.	BBB	BBB-	BBB	BB+	BB	BB-	
DAGONG	BBB	BBB+		BBB-			A
EULER-HERMES	C	B	C	C	B	D	B
R&I-JAPON	BBB						A-

MH Bouchet SKEMA 2019 (c)

ANALYSE DES RISQUES 2019: UN PAYS = UNE NOTE



COMPARER PAR LES RATINGS EN 2019?

	Algérie	Ghana	Namibie	Maroc	Bostwana	Tunisie
Compétitivité WEF #	86 ↓	114 ↓	90 ↑	71 =	63 =	95 ↓
Climat des affaires***	157 ↑	114	107 ↓	60	86	80
Corruption CPI	105	81	52	73	34 =	73
Développement humain UNDP	83	139	125	123	108	97
Capital humain ranking **	112 ↑	72 ↑	99 ↓	118 ↓	91 ↓	115 ↓
Evolution Gouvernance*	-0,6	-2,1	+ 3,6	+ 5,7	-0,5	+ 3,4
Evolution Sécurité*	-7,3	-2,6	1,3	-2,6	-1,1	-1,6
Indice de sécurité ****	109	43	50	75	27	69 ↓

* indice Ibrahim Foundation (tendance amélioration +/détérioration -)

**McKinsey et WEF 130 pays (ranking 1= best 130 = worst)

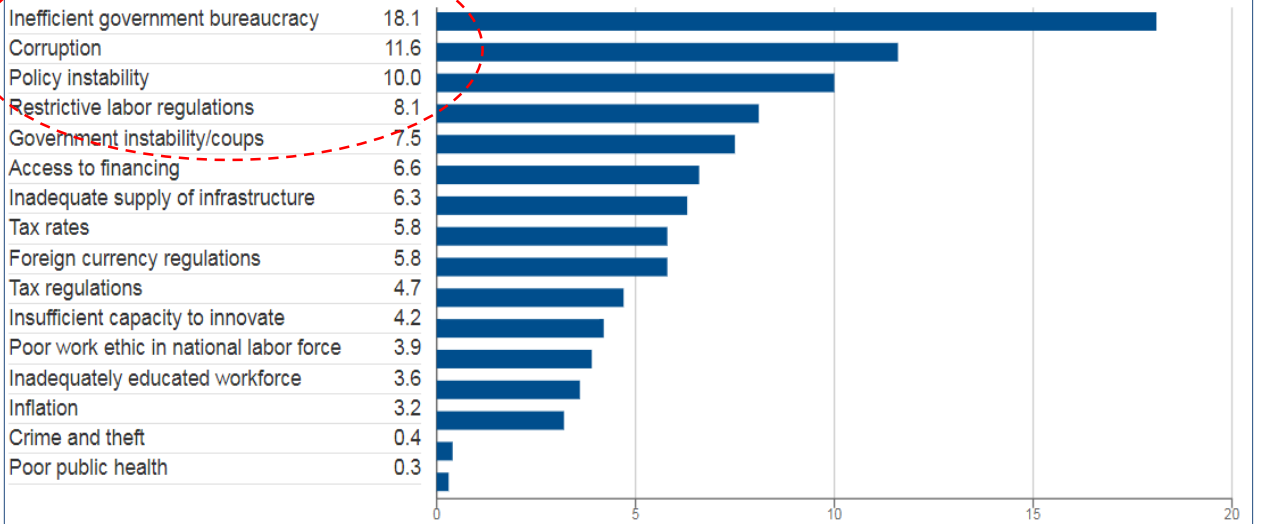
*** World Bank 189 pays (ranking 1= best 189= worst)

**** Global peace index 163 pays (ranking 1= best 163= worst)

WEF: (ranking 1= best 169= worst)

LES PRINCIPAUX OBSTACLES À LA COMPÉTITIVITÉ ET À L'INVESTISSEMENT?

Most problematic factors for doing business

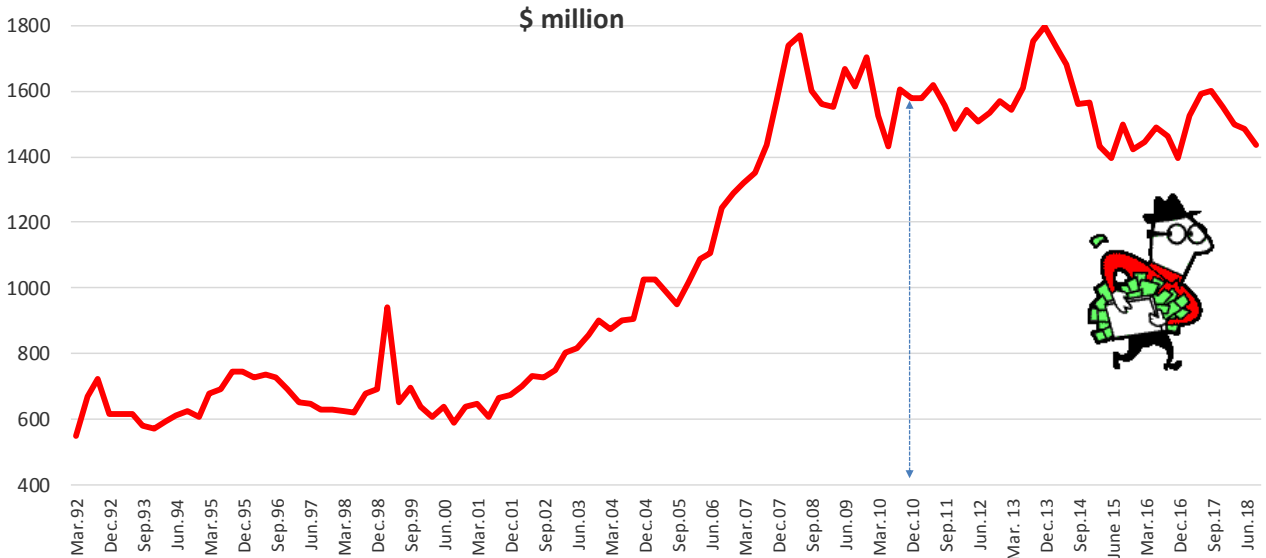


MH BOUCHET/2019

41

ENCOURS DE DÉPÔTS PRIVÉS TUNISIENS DANS LES BANQUES INTERNATIONALES

Tunisia-Nonbank private deposits held in international banks (1992-2018)



Source: BIS 2019

MH BOUCHET/2019

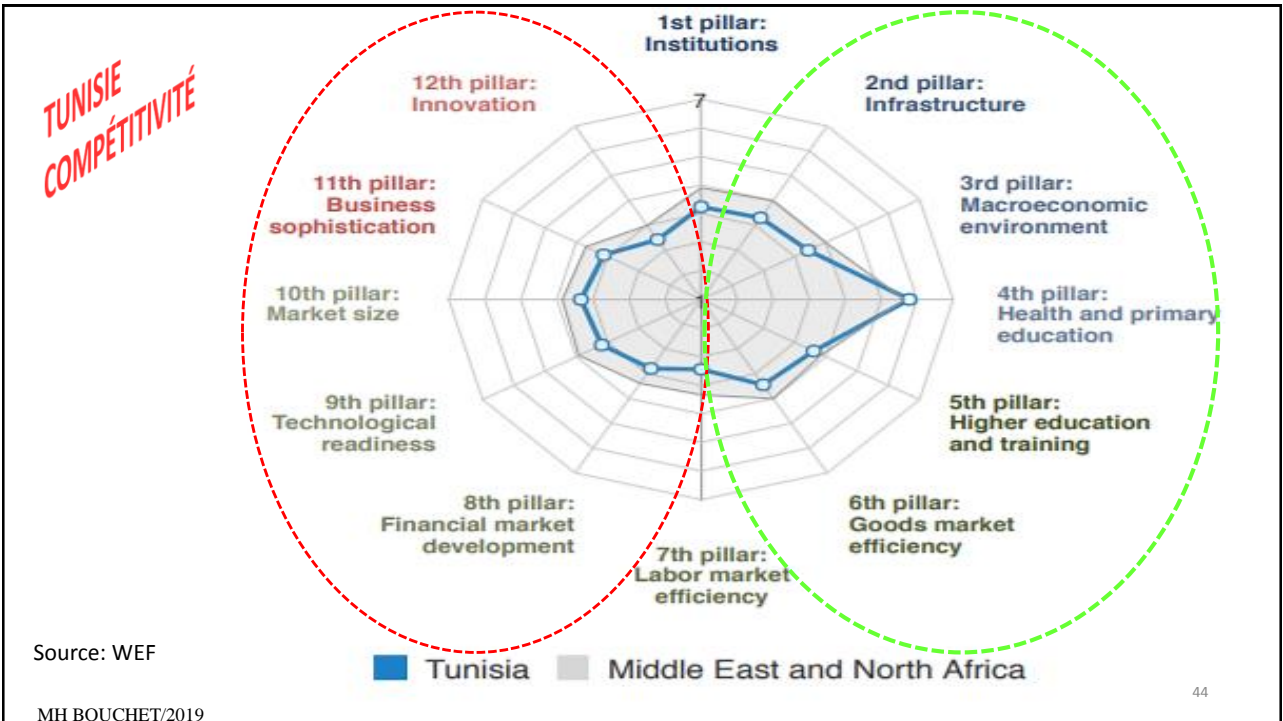
42

TUNISIE- DOING BUSINESS 2019

Starting a Business✓		63
Dealing with Construction Permits		77
Getting Electricity		51
Registering Property✓		87
Getting Credit		99
Protecting Minority Investors✓		83
Paying Taxes✓		133
Trading across Borders		101



MH BOUCHET/2019



VIVRE ET SE DÉVELOPPER EN TUNISIE, EN ALGÉRIE OU AU MAROC?



ALGERIE

- ▶ Population: 40 m
- ▶ PIB Per capita = \$15000
- ▶ HDI = 85
- ▶ Longévité = 76 ans
- ▶ Alphabétisation: 75%
- ▶ GINI = 28
- ▶ Corruption = 105



TUNISIE

- ▶ Population: 11 m
- ▶ PIB Per capita = \$11700
- ▶ HDI = 95
- ▶ Longévité = 76 ans
- ▶ Alphabétisation: 79%
- ▶ GINI = 36
- ▶ Corruption = 73 (59-2010)



MAROC

- ▶ Population: 34 m
- ▶ PIB Per capita = \$8500
- ▶ HDI = 123
- ▶ Longévité = 74 ans
- ▶ Alphabétisation: 69%
- ▶ GINI = 41
- ▶ Corruption = 73

MH BOUCHET/2019

45

CONCLUSION: RISQUE-PAYS ET ATOUTS DE LA TUNISIE?

- ▶ UE: « Statut de partenariat privilégié » 11/2012 + Projet d'Accord de Libre-échange (UE-ALECA) + UE 2019-20
- ▶ Taux d'intérêt encore favorables (mais avec rebond!)
- ▶ Réforme du secteur tourisme ?
- ▶ Gouvernance = Retour des capitaux expatriés?
- ▶ Qualité de l'éducation/formation
- ▶ Elections ?
- ▶ Franchise et clarté = confiance = économie de transition = reprise de croissance « inclusive »



MH BOUCHET/2019

46