

2020: SIGNAUX AVANCÉS D'UNE CRISE FINANCIÈRE? QUEL IMPACT SUR LA TUNISIE?



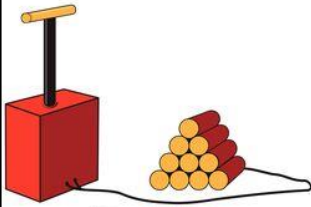
MICHEL-HENRY BOUCHET
SKEMA BUSINESS SCHOOL
ESC-SFAX FÉVRIER 2020

WWW.DEVELOPINGFINANCE.ORG

MH BOUCHET/2020

1





LES DÉCLENCHEURS D'UNE CRISE EN 2020?

▶ 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

Ratios **d'endettement**

Crise Euro avec Brexit « dur »

MH BOUCHET/2020

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.



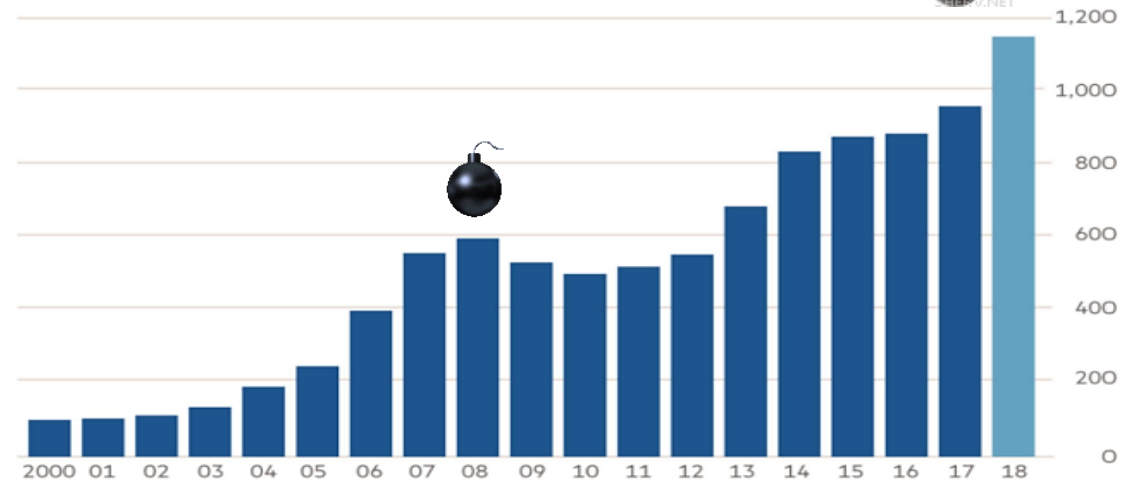
MH BOUCHET/2020

4

EXPLOSION DU MARCHÉ US DE LA DETTE CORPORATE

US leveraged loan market swells beyond \$1tn

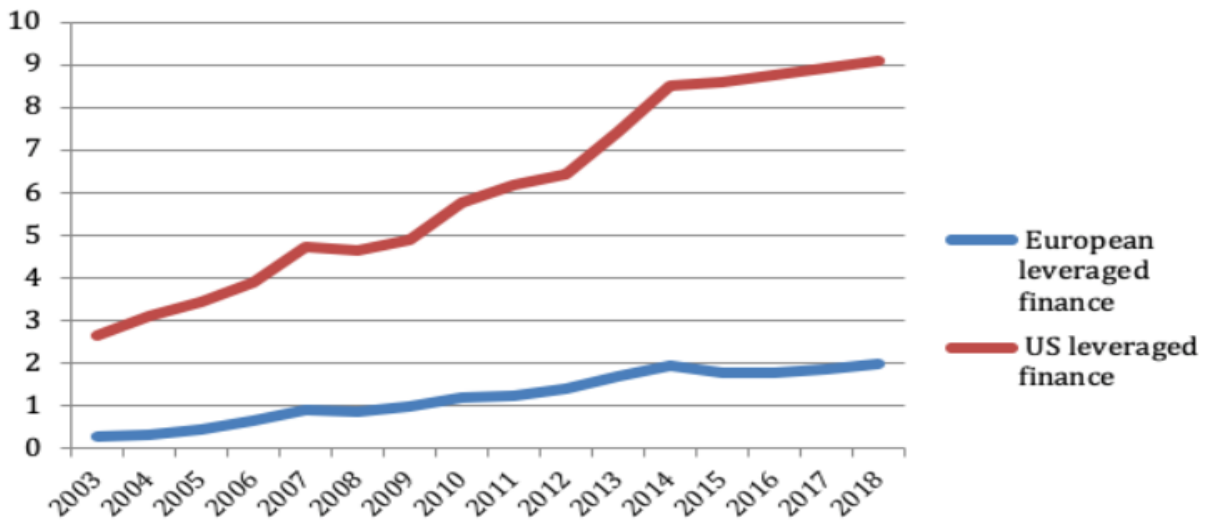
Value of outstanding US leveraged loans (\$bn)



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

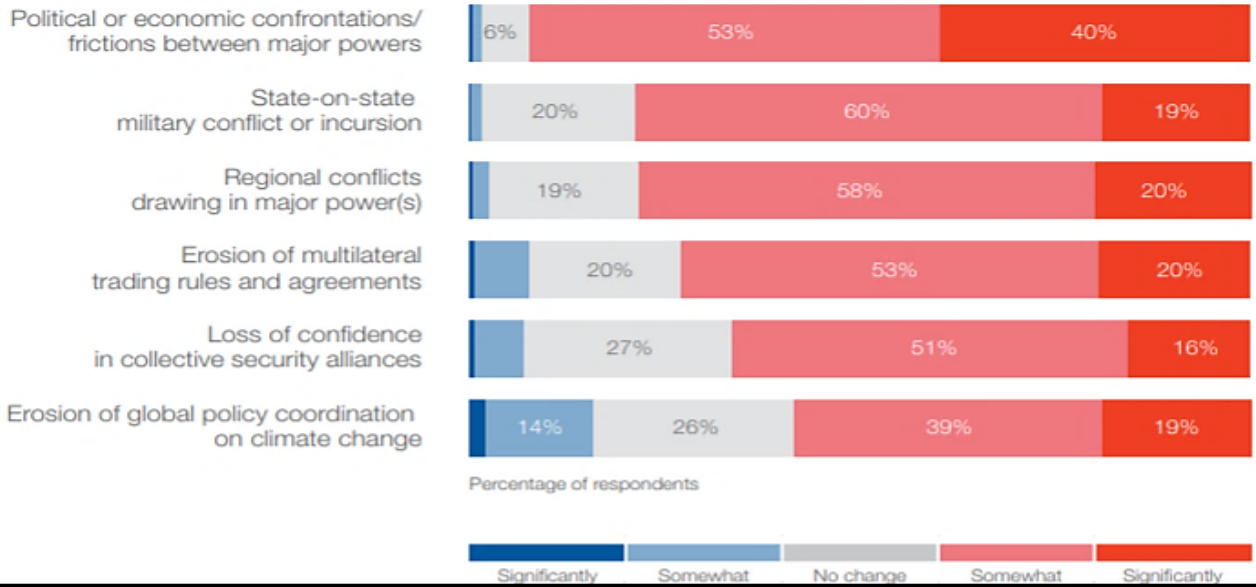
MH BOUCHET/2020

Figure 1 Leveraged finance in Europe and the US (US\$ trillion)



Source: BIS (2018).

WEF SURVEY: LES RISQUES VONT PROCHAINEMENT AUGMENTER OU DIMINUER?



UN DÉBUT DE CRISE BOURSIÈRE PAR PALIERS? INDICE DU S&P500 AUX ETATS-UNIS Q1 2020



MH BOUCHET/2020

TASSEMENT PASSAGER? CONTAGION? OU SIGNAL DE REPLI DES INVESTISSEURS?

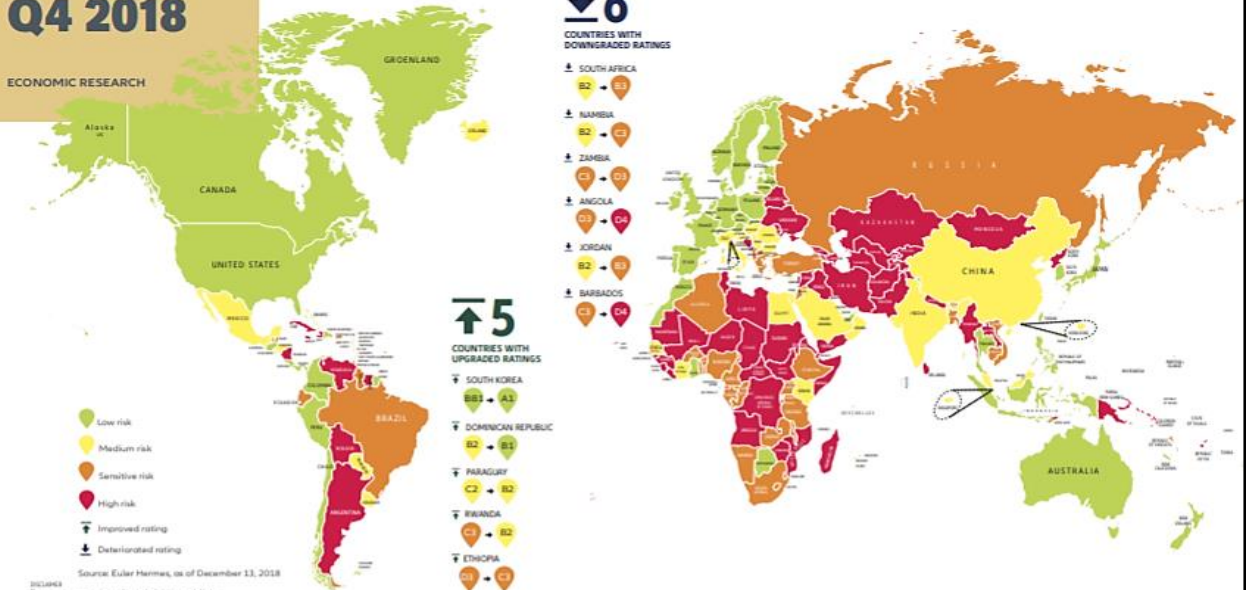


MH BOUCHET/2020

9

RATINGS Q4 2018

ECONOMIC RESEARCH

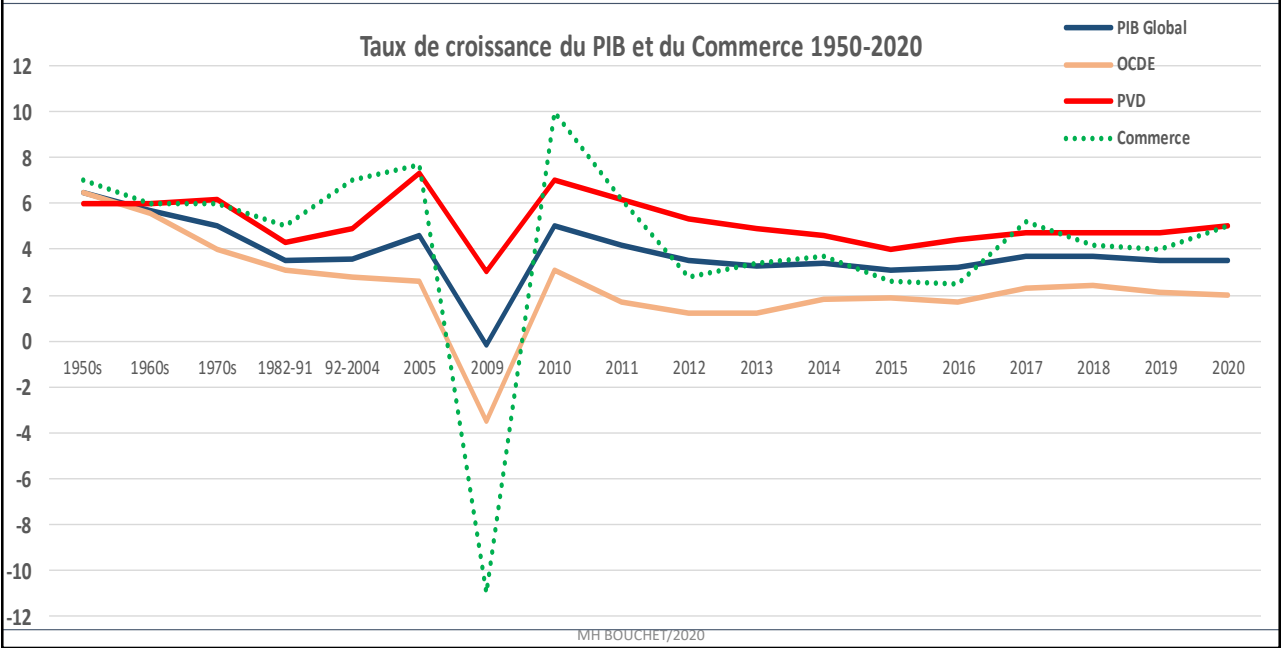


DISCLAIMER: These materials are, as always, subject to the disclaimer provided below. The content is published by Euler Hermes SA, a Company of Allianz, for information purposes only and should not be regarded as providing any specific advice. Recipients should make their own independent evaluation of the information and any action should be taken, solely relying on it. The material should not be reproduced or distributed without our consent. It is not intended for distribution in any jurisdiction in which this would be prohibited. While the information is prepared for readers, it may not be independently verified by Euler Hermes and Euler Hermes makes no representation or warranty, however or implied, of any kind, as regards the accuracy or completeness of the information, nor does it accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way from any use made of or reliance placed on the information. Unless otherwise stated, all rights are reserved. © Copyright 2018 Euler Hermes. All rights reserved.

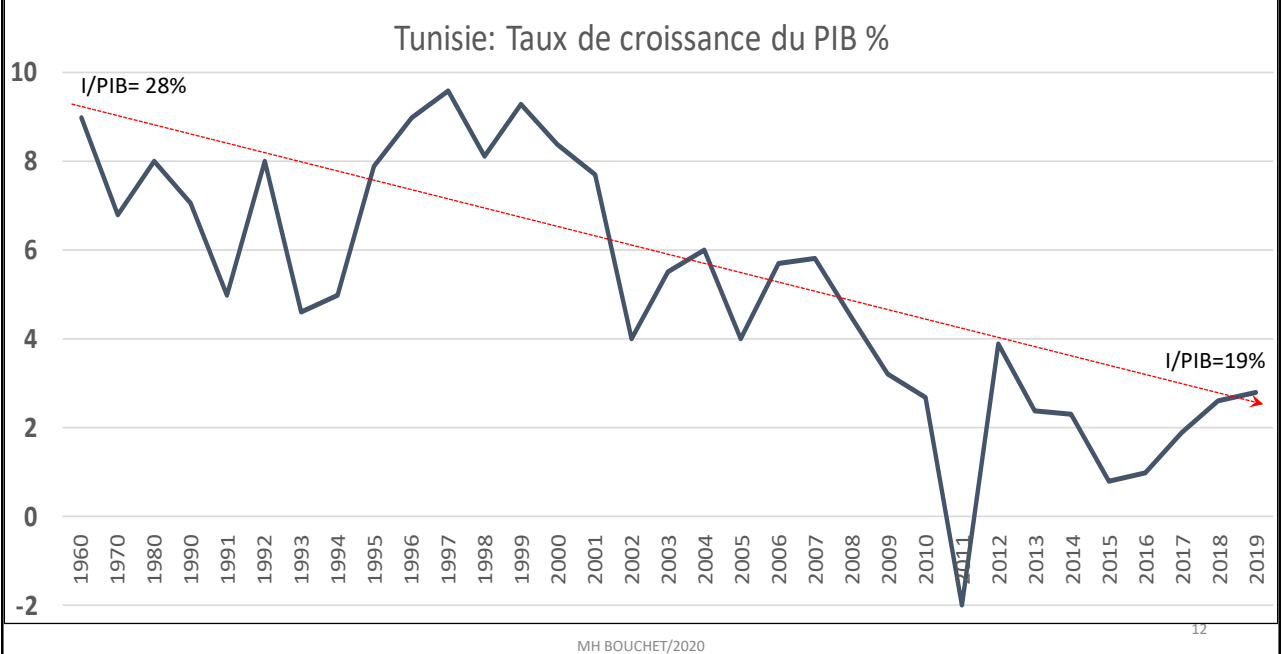
A company of **Allianz**

EH EULER HERMES

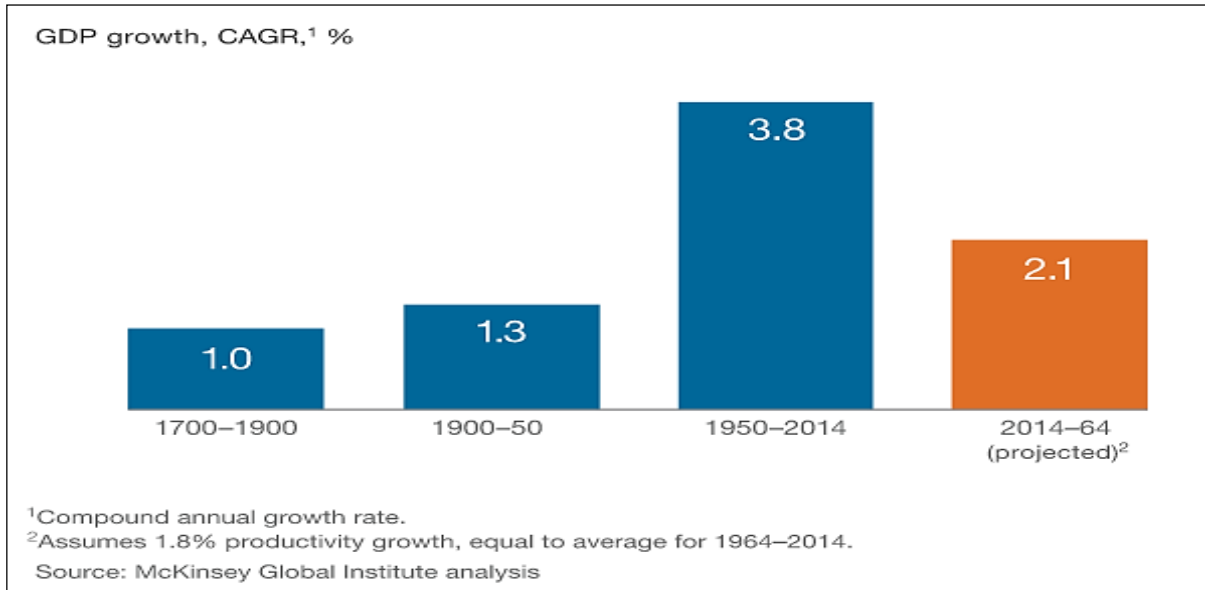
RALENTISSEMENT TENDANCIEL DE LA CROISSANCE 1950-2020



TUNISIE : DÉCLIN TENDANCIEL DU TAUX DE CROISSANCE



PROSPECTIVE: RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE POUR LES 5 PROCHAINES DÉCENNIES



MH BOUCHET/2020

13

3 DÉFIS

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

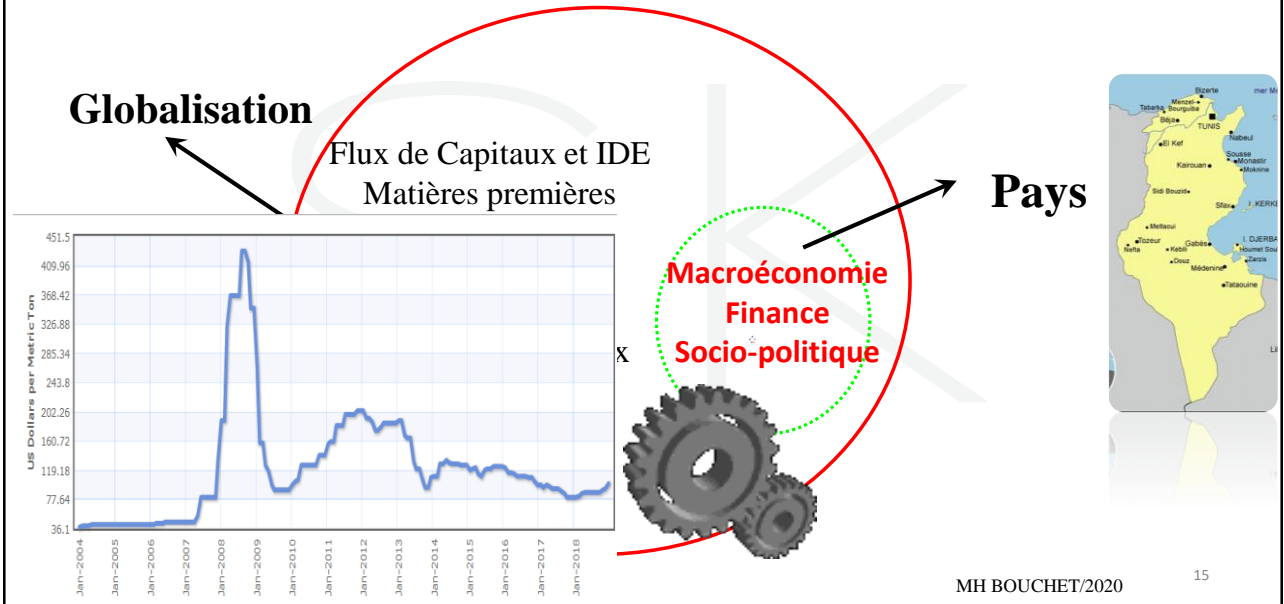
2. RISQUE DE CRISE EN TUNISIE À COURT-TERME?

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

MH BOUCHET/2020

14

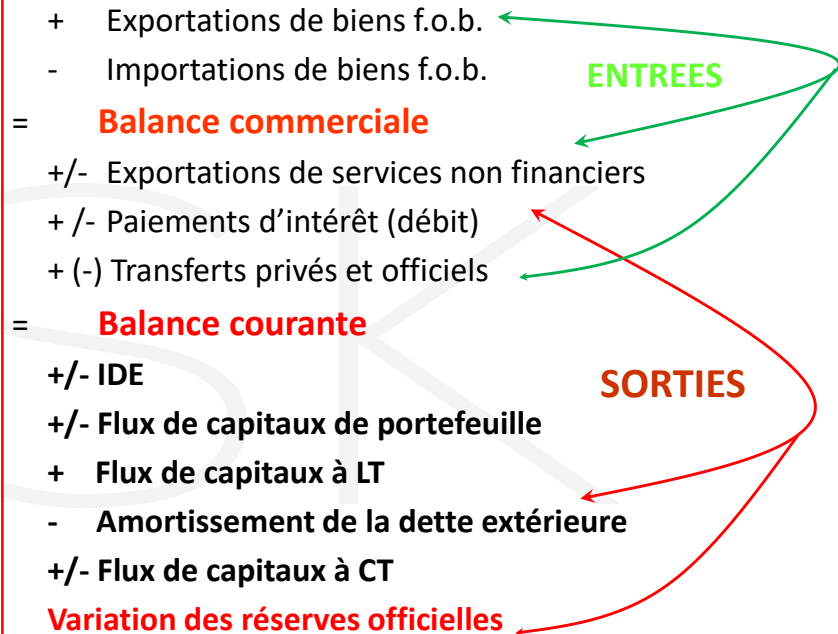
INTERACTIONS RISQUE-PAYS & GLOBALISATION



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/2020

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/2020

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

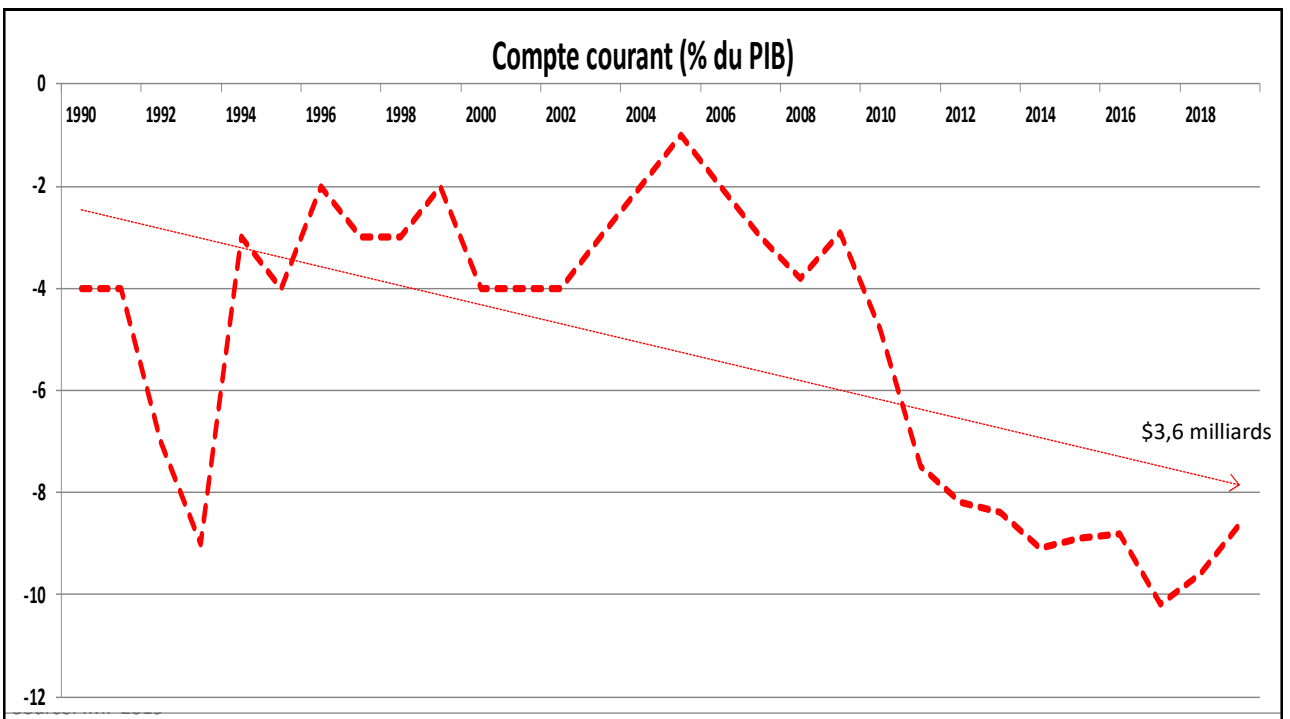
Service de la dette/Exports < 33%

Paiements d'Intérêts/Exports < 25%

Déficit des paiements courants/PIB % < 3%

MH BOUCHET/2020

19

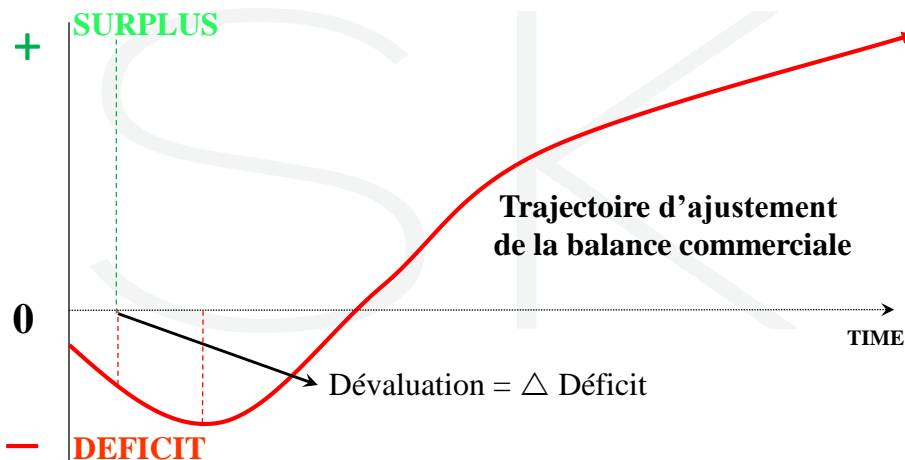


DIX ANS DE DÉPRÉCIATION: TAUX DE CHANGE \$-DINAR 2010-2020



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

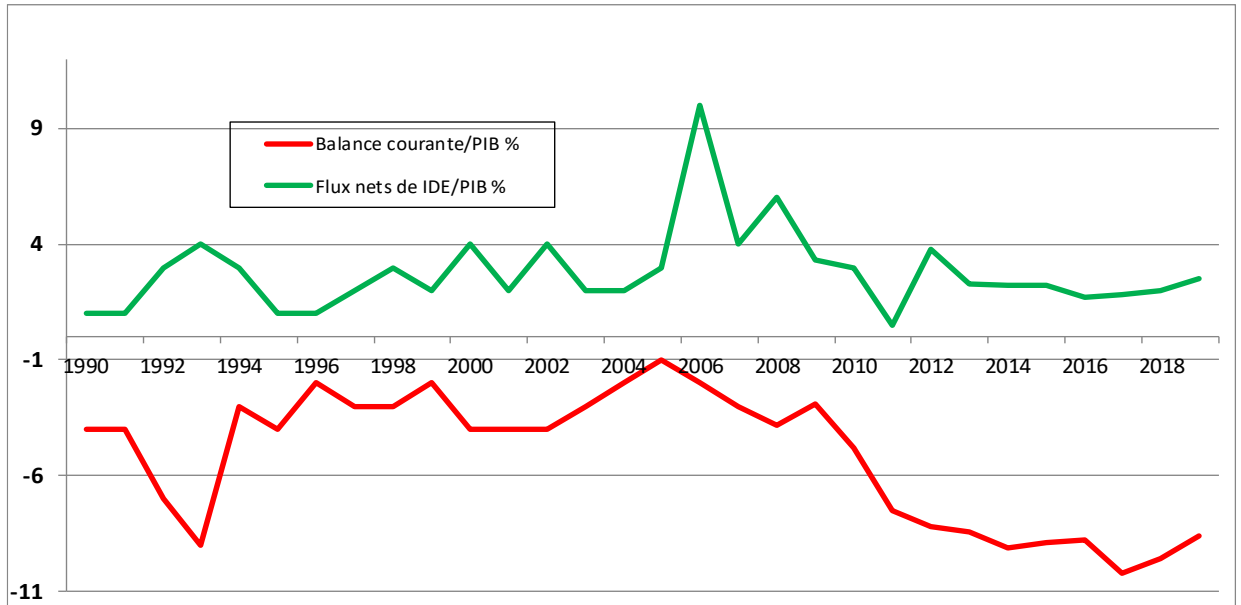
Balance des Paiements (US\$ ou % PIB)



MH BOUCHET/2020

22

DÉFICIT DE BALANCE COURANTE ET CAPITAUX NON-CRÉATEURS DE DETTE

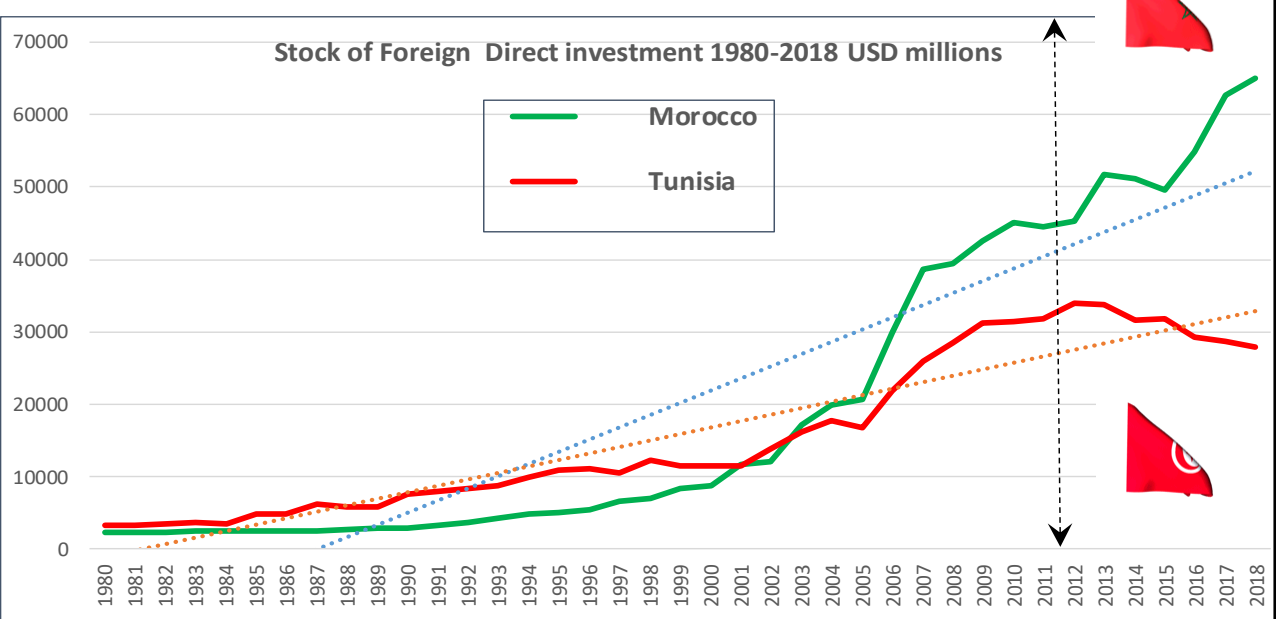


Source: IMF & UNCTAD

MH BOUCHET/2020

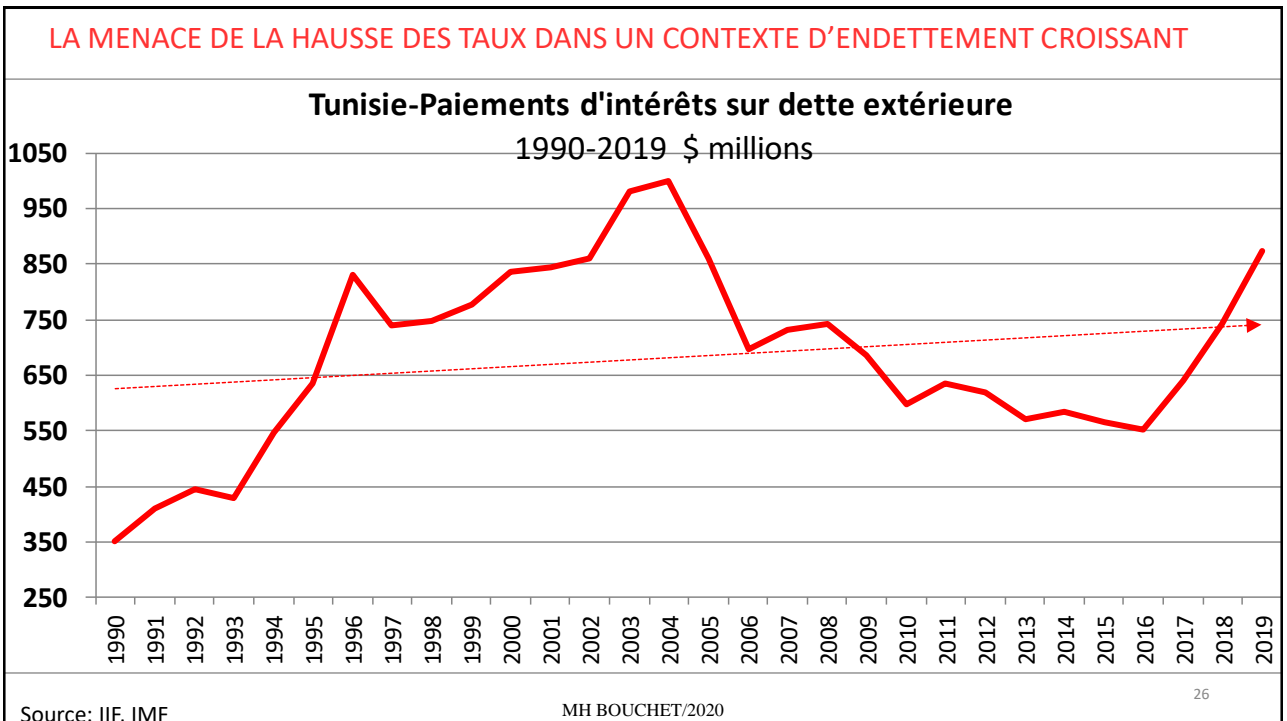
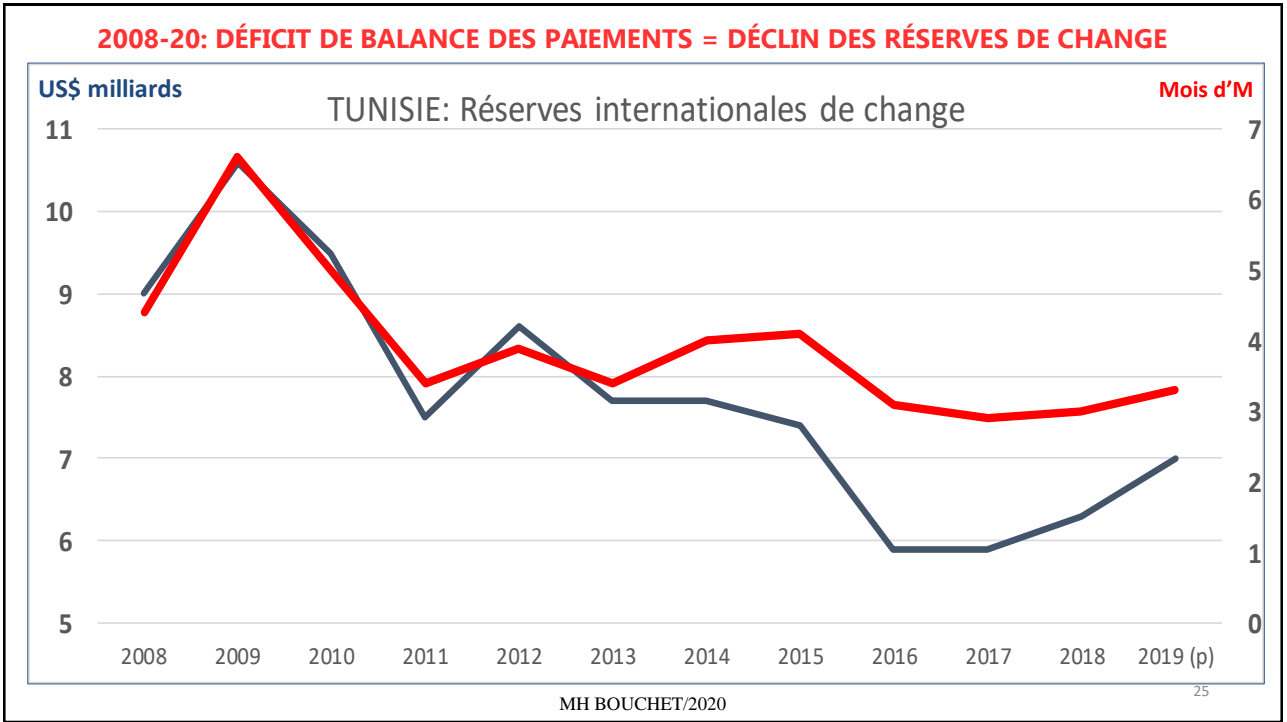
23

LE JEU À SOMME > 0 DES IDE MAROC-TUNISIE



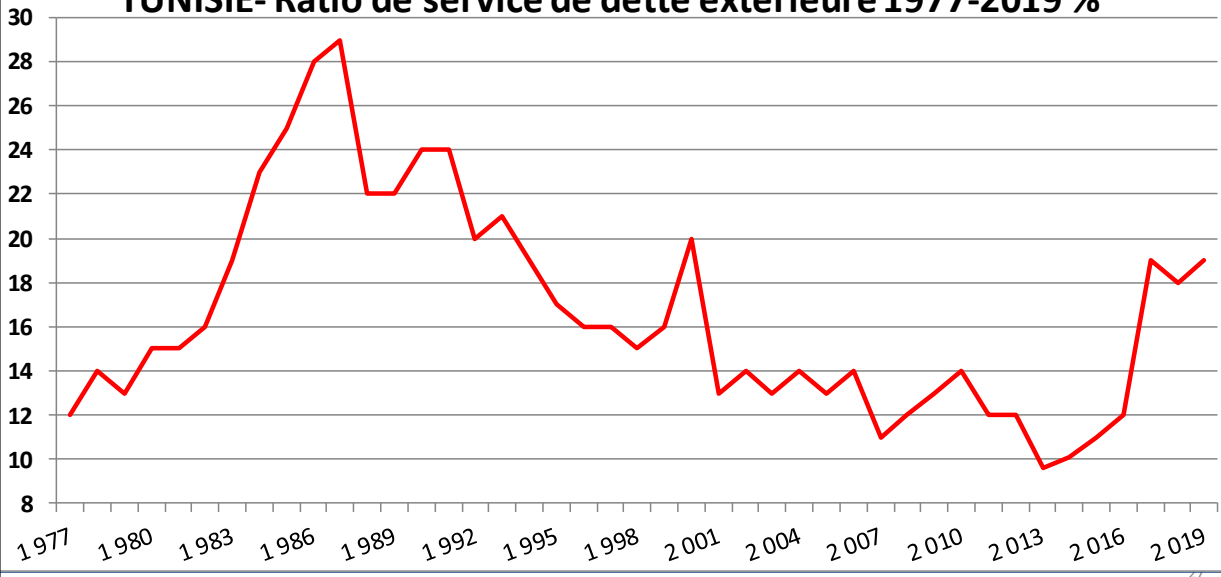
MH BOUCHET/2020

24



TUNISIE: INDICATEUR DE LIQUIDITÉ

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



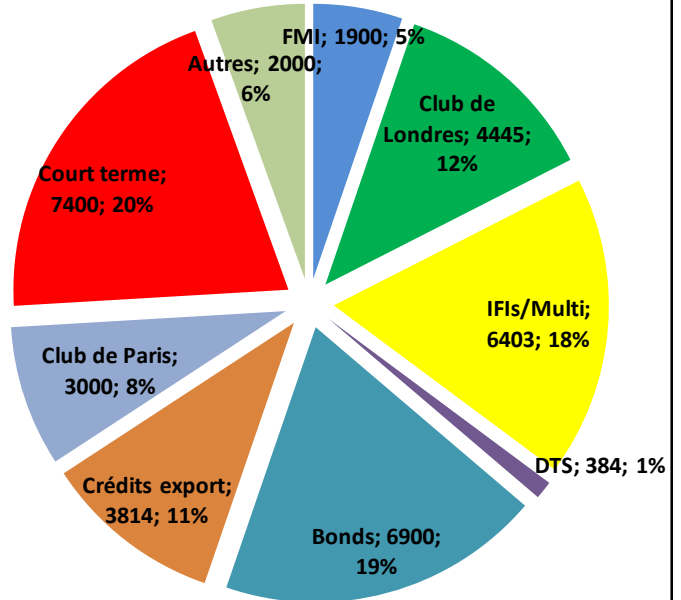
MH BOUCHET/2020

27

TUNISIE: DETTE EXTERNE TOTALE

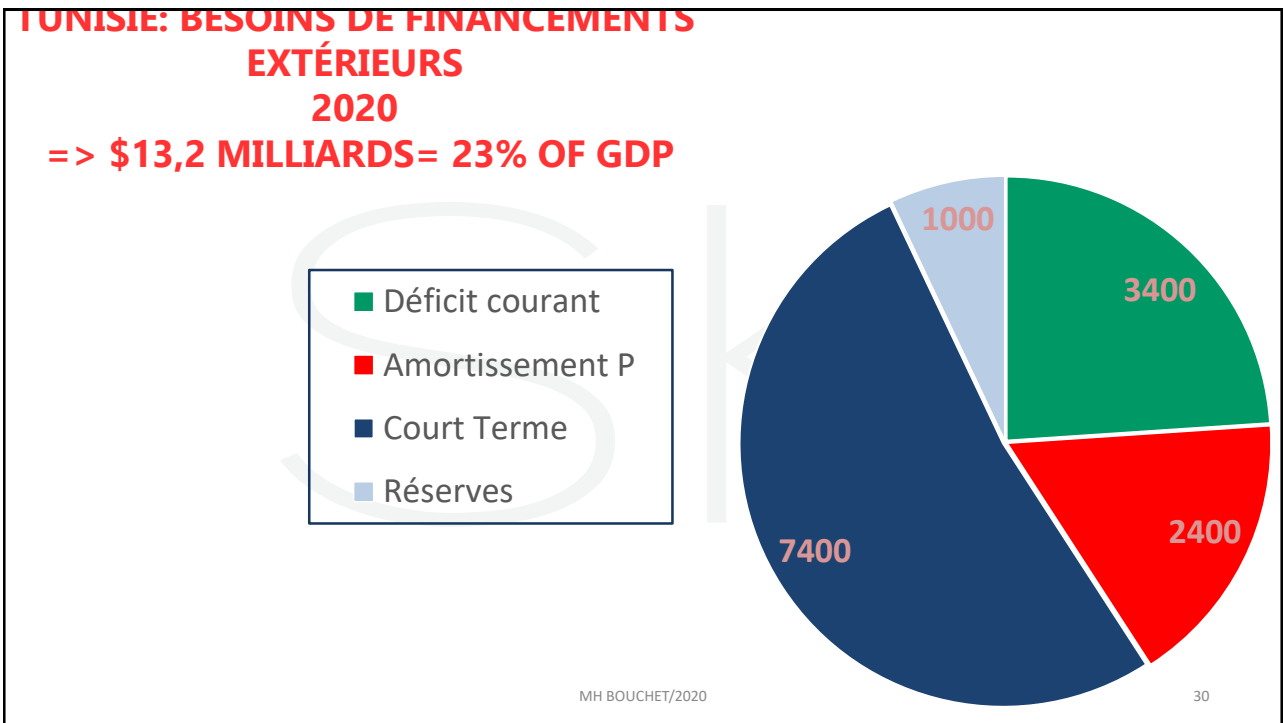
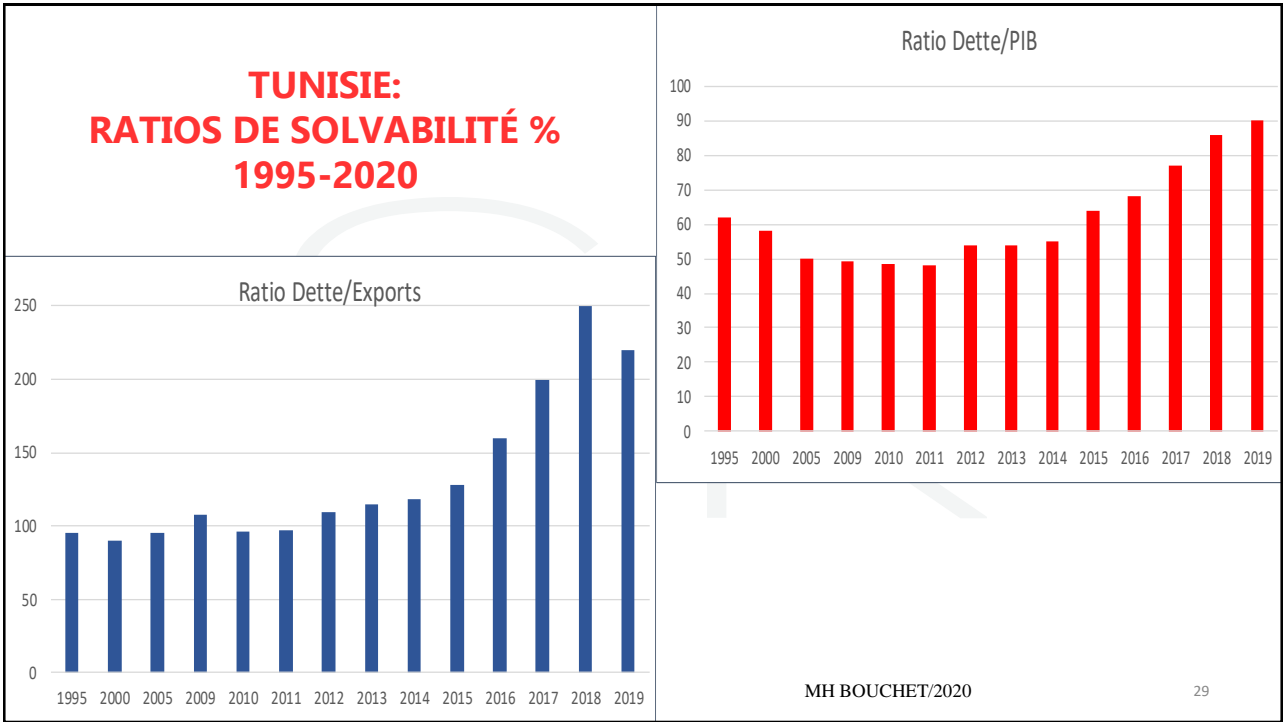
**\$38 MILLIARDS =
90% PIB 220%
DETTE/EXPORTS**

Maturité moyenne = 8 ans
15% détenus par fonds spéculatifs



MH BOUCHET/2020

28



2020 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/2020

31

2020: ANNÉE DE NOUVEAU GOUVERNEMENT 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/2020

32




QU'EST-CE QUE LA *DONOR FATIGUE* EN 2020?

MH BOUCHET/2020 33

TUNISIE: CONTRAINTES DE FINANCEMENT EXTÉRIEUR HYPOTHÈSES 2020?

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



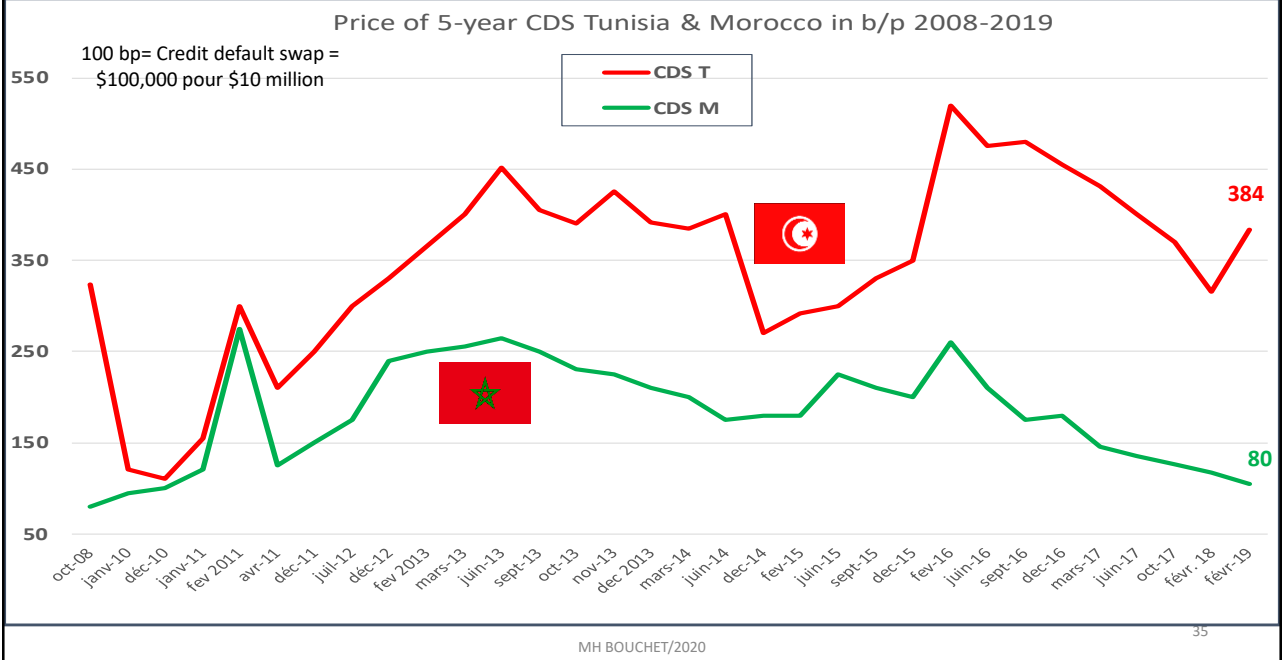
- ✓ FMI= \$1000
- ✓ World Bank= 550
- ✓ EU + Bilatéral= 700
- ✓ Autres= 250

Risque-Pays ↙

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

MH BOUCHET/2020 34


LE COÛT DE L'ASSURANCE DU RISQUE-PAYS 2008-2020



LE JURY DES RATINGS ET LA TUNISIE EN 2020



TUNISIE





POPULATION
11,7 MILLIONS

PIB PAR HABITANT
3 422 \$US


C
EVALUATION DES RISQUES PAYS


B
ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES


CHANGER DE PAYS


COMPARER LES PAYS

SYNTHÈSE

Localiser le pays



Imprimer


PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

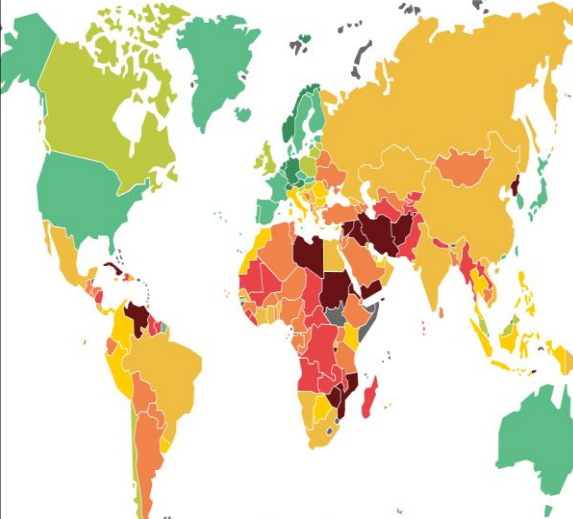
	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)
Croissance PIB (%)	1,8	2,5	1,4	1,9
Inflation (moyenne annuelle, %)	5,3	7,3	6,8	6,1
Solde public / PIB (%)	-6,2	-4,8	-4,4	-3,8
Solde courant / PIB (%)	-10,2	-11,1	-8,7	-8,5
Dette publique / PIB (%)	70,4	77,0	75,7	78,7

(e) : Estimation. (p) : Prévision.

MH BOUCHET/2020 39



ANALYSE DES RISQUES 2020: UN PAYS = UNE NOTE



TUNISIE

POPULATION
11.2 MILLIONS

PIB PAR HABITANT
3 749 \$US

C
EVALUATION DES RISQUES PAYS

B
ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

MAROC

POPULATION
34,5 MILLIONS

PIB PAR HABITANT
3004 \$US

A4
EVALUATION DES RISQUES PAYS

A4
ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES

MH BOUCHET/2020 40

COMPARER PAR LES RATINGS EN 2020?

	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)

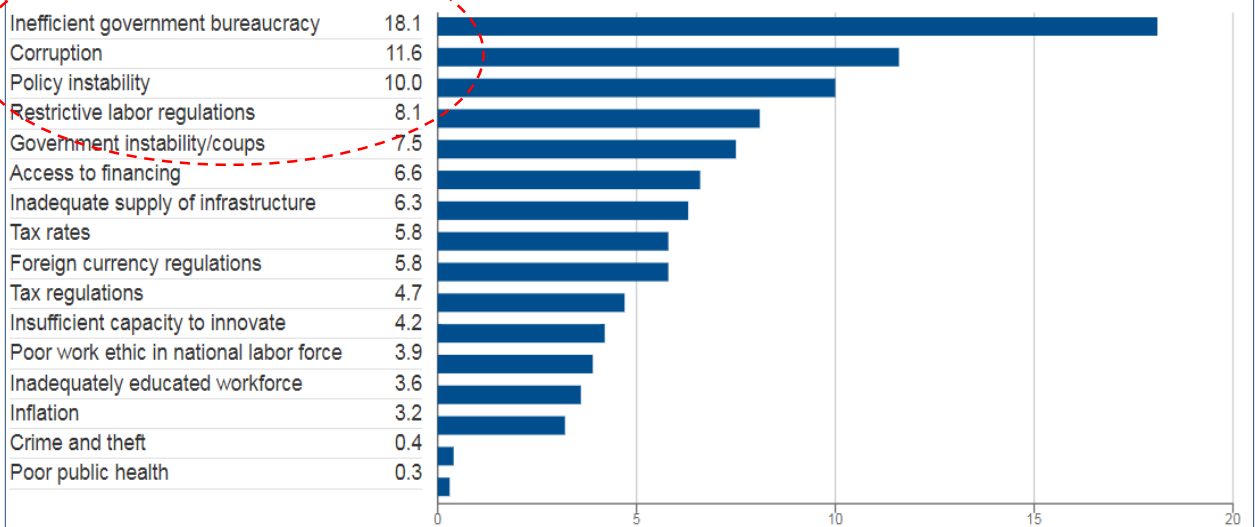
WEF: (ranking 1= best 169= worst)

MH BOUCHET/2020

41

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

Most problematic factors for doing business

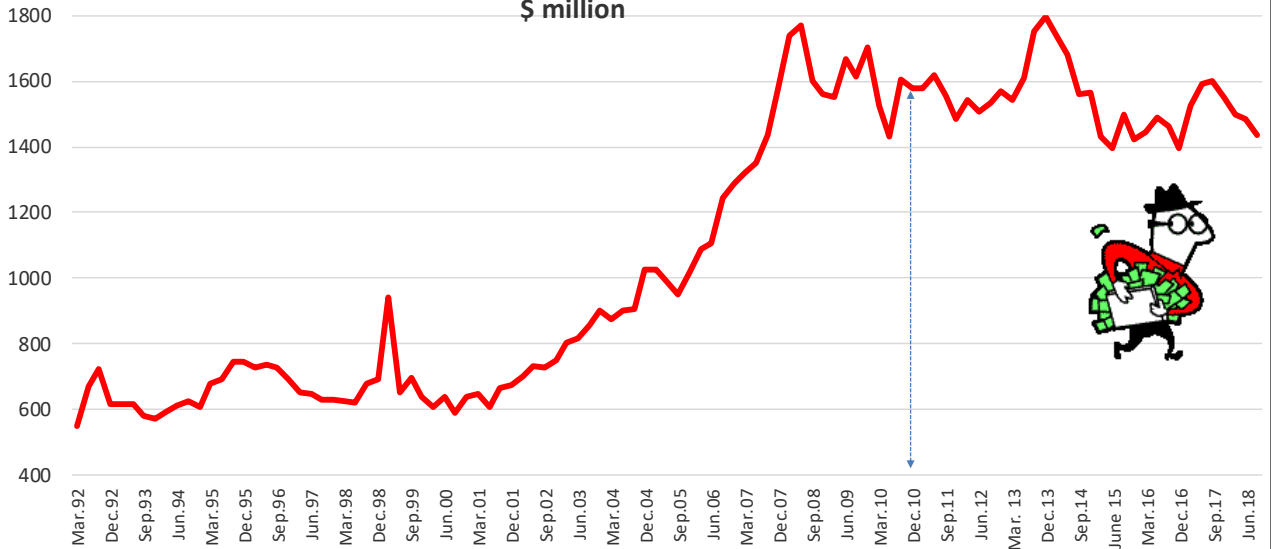


MH BOUCHET/2020

42

ENCOURS DE DÉPÔTS PRIVÉS TUNISIENS DANS LES BANQUES INTERNATIONALES

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



Source: BIS 2019

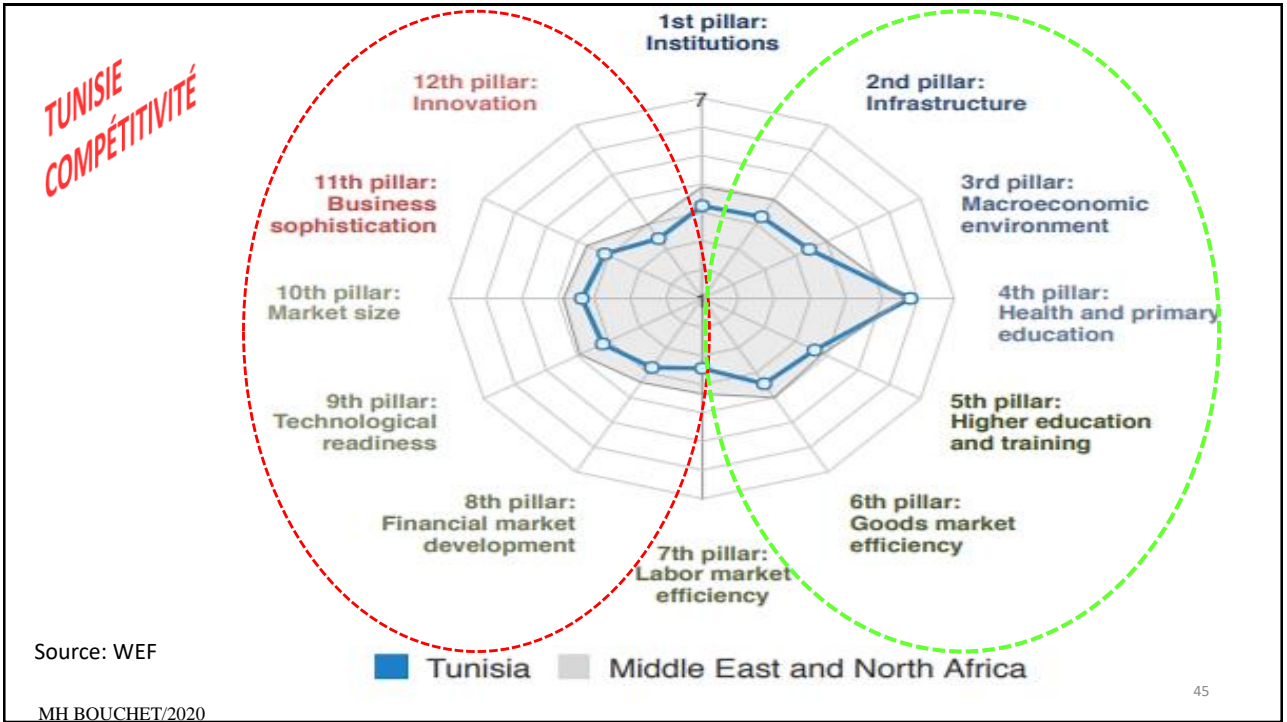
MH BOUCHET/2020

43




TUNISIE-DOING BUSINESS 2020

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/2020



SE DÉVELOPPER EN TUNISIE, EN ALGÉRIE OU AU MAROC?

 ALGERIE	 TUNISIE	 MAROC
▶ Population: 42 m	▶ Population: 12 m	▶ Population: 36 m
▶ PIB Per capita = \$15000	▶ PIB Per capita = \$11700	▶ PIB Per capita = \$8500
▶ HDI = 85°	▶ HDI = 95°	▶ HDI = 123°
▶ Longévité = 77 ans	▶ Longévité = 77 ans	▶ Longévité = 74 ans
▶ Alphabétisation: 75%	▶ Alphabétisation: 79%	▶ Alphabétisation: 69%
▶ GINI = 28	▶ GINI = 36	▶ GINI = 41
▶ Corruption = 105	▶ Corruption = 73 (59-2010)	▶ Corruption = 73

MH BOUCHET/2020

46

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
- ▶ Nouveau gouvernement 2020?



Défis 2020 = Franchise et clarté = confiance = « Economie de transition »