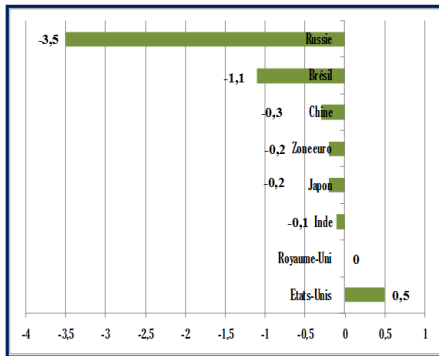


Economie mondiale: Valse des Banques centrales à l'heure du contre-choc pétrolier

L'année 2015 démarre avec son lot d'incertitudes : timing du resserrement de la politique monétaire américaine, efficacité du *quantitative easing* (QE) de la BCE, retombées et limites de la baisse des prix pétroliers, croissance chinoise, risques géopolitiques (crise ukrainienne, syrienne, libyenne, ...), ...etc.

Bref, un contexte encore atone pour le monde développé, à l'exception des Etats-Unis qui tirent leur épingle du jeu difficilement mais sûrement. Un contexte encore décevant pour le monde émergent qui continue d'encaisser les déboires économiques du monde développé, Zone euro et Japon en tête. Une telle situation a amené le FMI à réviser ses perspectives de croissance pour 2015, établies en octobre 2014 [Figure 1].

Figure 1
Révision des prévisions de croissance de 2015
Octobre 2014 - Janvier 2015



Source : IMF, World Economic Outlook - January 2015.

Dans cette note, nous allons revenir sur les facteurs justifiant la révision à la baisse des perspectives de croissance pour 2015.

- ♦ Aux **Etats-Unis**, la croissance a été plus forte que prévu. Le soutien d'une politique monétaire accommodante, la baisse du chômage et la modération des tensions inflationnistes, largement expliqués par la montée du dollar et la chute des prix du pétrole, ont permis de prévoir une croissance au-delà de 3%.
- ♦ Du côté de la **Zone euro**, la situation demeure inquiétante à cause du recul de la demande d'investissement et d'une inflation qui flirte avec le seuil de déflation. La situation pourrait s'améliorer avec la chute du prix du baril et la forte dépréciation de l'euro. Mais aujourd'hui tous les espoirs sont portés sur le « **Big Bazooka** » de Mario Draghi et sa capacité de sortir la zone euro du spectre de la déflation.
- ♦ Le **Japon**, profite aussi de la baisse des prix des hydrocarbures et de la dépréciation du yen. Toutefois, le redressement de l'économie n'est pas encore à l'ordre du jour. La demande domestique reste encore plombée.
- ♦ Le **Monde émergent**, mise encore sur une reprise plus rapide et plus soutenue dans les pays avancés. Or, le manque de vigueur de la croissance américaine et les difficultés de la Zone euro à échapper aux pressions déflationnistes privent le monde émergent de renouer avec une croissance soutenue.

Toutefois, la chute des prix du pétrole et de certains *commodities* a divisé le Monde émergent entre ceux qui encaissent une détérioration de leurs finances publiques (pays exportateurs des matières premières stratégiques), et ceux qui profitent d'une manne leur permettant de faire le ménage du côté des dépenses de subvention (pays importateurs).

♦ Pour le cas **tunisien**, l'optimisme est à l'ordre du jour. La réussite des élections et la clôture du feuilleton des gouvernements de transition ont confirmé l'ancrage de la Tunisie au monde démocratique. Cependant, le monde des affaires et les ménages tunisiens attendent la mise en place des grandes lignes de la politique gouvernementale.

Etats-Unis: Vraie rebond ou recherche d'un QE 4 ?

Etats-Unis	Taux de croissance	
	2014	2015
	2,4 %	3,6 %*

Source : IMF World Economic Outlook January 2015
* Prévisions

La reprise américaine se confirme, jour après jour. Le recul du niveau d'endettement des ménages (un record de baisse du service de la dette), l'amélioration du marché du travail et la baisse du prix de l'essence (un effet comparable à une baisse d'impôt), plaident pour une croissance de la consommation proche de 3% en 2015, contre 2.2 % en 2014.

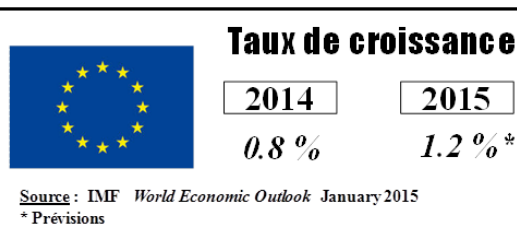
Il est très tôt pour crier victoire. La prudence reste de mise et ceci pour au moins deux raisons. D'abord, le niveau de l'inflation reste éloigné de l'objectif de la Fed, et la chute des prix du pétrole n'arrange pas les choses. Toutefois, jusqu'à aujourd'hui, l'effet de la baisse du prix du baril se limite à la composante énergie de l'IPC, alors que l'inflation sous-jacente demeure stable. Toute la question est de savoir comment les entreprises vont se comporter si la baisse des prix du pétrole se maintient jusqu'au deuxième semestre de l'année 2015. Deux options se présentent :

- * soit, les entreprises vont profiter de la baisse des coûts pour reconstituer leurs marges ;
- * soit, elles seront amenées à répercuter la baisse des prix des hydrocarbures sur leurs prix de ventes, renforçant du coup les pressions baissières sur l'inflation.

Les résultats de l'enquête menée par l'Université de Michigan plaident pour cette deuxième option. Dans un tel cas, il n'est pas exclu que la Fed soit forcée, encore une fois, de piocher dans sa boîte à outils non-conventionnels pour redonner des couleurs à l'inflation (QE 4 ?).

Sur le front du commerce extérieur, la faiblesse de la demande mondiale (surtout européenne) reste une sérieuse préoccupation de la *Federal Reserve*.

Europe: Sous le signe du « Big Bazoooka » de Mario Draghi.



Enfin, le QE débarque dans la Zone euro. Le 22 janvier, la BCE finit par recourir à l'artillerie lourde en espérant faire sortir l'économie de la zone euro des méandres de la récession. Au moins 1000 milliards d'euros d'achats de titres de dettes publiques et privées, de maturité entre 2 et 30 ans seront injectés dans le système monétaire, d'ici la fin de l'été 2016. De même, la BCE a décidé de baisser de 10 pb. le taux d'intérêt des prochains LTRO.

L'objectif escompté de la BCE est de créer les conditions propices pour étouffer la menace déflationniste qui guette l'économie de la zone euro.

Toutefois, l'accroissement de la masse monétaire ne garantit pas la hausse de la demande de crédit. L'effort déployé par les banques européennes pour se conformer aux nouvelles règles prudentielles, jugées plus strictes, pourrait freiner la demande de crédit.

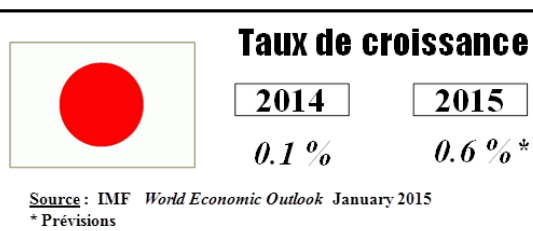
La question de l'efficacité de l'intervention musclée de la BCE commence à interpeler les analystes financiers. Le déclenchement des opérations de *quantitative easing* serait-il en mesure de remettre le taux d'inflation sur un trend haussier afin que la BCE puisse retrouver à terme son objectif de 2% ?

Le QE, version BCE, devrait renforcer le cycle de dépréciation de l'euro. Or, l'impact d'une telle dépréciation sur l'inflation globale serait moins visible, compte tenu des effets désinflationnistes du contre-choc pétrolier. De même, il serait très difficile de faire bouger l'inflation dans un contexte marqué par l'effondrement des prix pétroliers.

Le QE débarque au moment où les taux longs européens sont déjà à des records historiques de baisse. Du coup, son impact sur l'aplatissement de la courbe de rendement serait minime.

Contrairement au cas américain où la finance de marché fait la pluie et le beau temps, le poids important du financement bancaire dans la zone euro limite l'efficacité des opérations de QE. **Bref, wait and see !**

Japon: La détermination de la BOJ rassure les marchés



La décision prise le 18 janvier 2014 par le Premier ministre Shinzo Abe de reporter de dix-huit mois la hausse supplémentaire de la TVA (de 8 à 10%) a renforcé provisoirement la confiance des ménages et à donner plus de marge à la BOJ. Or, jusqu'à aujourd'hui, la croissance n'est pas au rendez-vous.

Ni l'assouplissement quantitatif et qualitatif supplémentaire de la politique monétaire, ni le report du deuxième relèvement du taux de la taxe à la consommation, ni la baisse du prix du baril et la dépréciation du yen, n'ont réussi, pour le moment, à sortir l'économie japonaise du gouffre de la déflation. Cependant, l'orientation positive de plusieurs indicateurs (commandes de machines, indice composite de la consommation, commerce extérieur) laisse présager une reprise économique.

Sur le marché financier, le QQE (quantitative and qualitative easing) de la BOJ a provoqué la flambée des cours boursiers, ce qui a impacté positivement la consommation des ménages (un accroissement estimé à 4%, de la consommation annuelle), via un effet de richesse.

Chine: L'essoufflement du modèle pénalise la croissance



La croissance chinoise atteint son niveau le plus bas depuis vingt-quatre ans. La dégradation des indicateurs du marché immobilier (prix moyen, superficies vendues, nouvelles constructions, ...) expliquent largement la performance décevante enregistrée par l'économie chinoise.

Le modèle chinois présente aujourd'hui des signes d'essoufflement : le creusement des inégalités régionales et salariales, allocation sous optimale du crédit, la chute de la demande dans les pays développés (Zone euro en tête), la montée des problèmes environnementaux, ...

Tout à fait conscient de la gravité de la situation, les autorités chinoises se préparent à abandonner l'ancien modèle de développement pour atterrir dans un modèle plus adapté aux mutations de l'économie mondiale.





- **Côté consommation** : un modèle reposant sur la demande domestique.
- **Côté investissement** : ciblage des projets innovants, à forte valeur ajoutée.
- **Côté financement** : un secteur financier solide non contaminé par le *shadow banking*.

Ainsi, dans le cadre de ce modèle, la priorité sera accordée à l'amélioration de l'éducation et de la formation ainsi qu'à l'investissement dans la R&D. Notons qu'avec le fléchissement de la croissance chinoise, il faut s'attendre à une révision à la baisse des prévisions de croissance dans plusieurs pays émergents.

Trois risques pèsent sur la réussite du processus de changement du modèle chinois.

- ◆ **Premièrement**, la lutte contre le *shadow banking* pourrait certes, améliorer la supervision bancaire, mais aussi elle serait très pénalisante pour le secteur immobilier.
- ◆ **Deuxièmement**, la montée de l'agitation sociale semble être incontournable pour réussir la rénovation de l'appareil productif chinois. Le nombre de grèves a plus que doublé en 2014 (1400 grèves) par rapport à 2013, à cause de la dégradation du marché du travail suite à la hausse des opérations de délocalisation (à l'intérieur du pays). Or, comment peut-on gérer la dette sociale sans courir le risque de bloquer le processus de réforme ?
- ◆ **Enfin**, sans un pouvoir judiciaire indépendant et une libre circulation de l'information, l'introduction des mécanismes de marché pourrait très vite déboucher sur la montée de corruption.

Monde émergent: Entre déboires économiques de la Russie et faiblesse de la demande externe

		Taux de croissance	
		2014	2015
Afrique du Sud		1.4%	2.1%*
Brésil		0.1%	0.3%*
Inde		5.8%	6.3%*
Russie		0.6%	-3.0%*

Source : FMI World Economic Outlook January 2015
* Prévisions

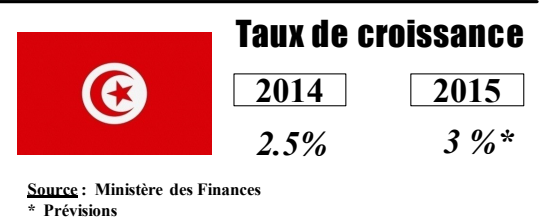
Dans le monde émergent, les réformes structurelles tardent à voir le jour (surtout en Afrique du Sud et en Turquie pour corriger le déficit courant).

- ◆ **Au Brésil**, la performance de l'économie s'avère décevante. Le second mandat de la Présidente Dilma Rousseff démarre avec un ralentissement de l'économie : 0.3% de progression du PIB réel sur les neufs premiers mois de l'année 2014. Le recul de la croissance a révélé au grand jour les problèmes structurels qui limitent la performance de l'économie brésilienne : l'essoufflement de la compétitivité industrielle, le faible niveau de l'infrastructure et le déficit de gouvernance enregistré dans l'administration, comme en témoigne l'affaire Petrobras-BTP.
- ◆ **En Inde**, les prévisions du FMI plaident pour la stabilité du taux de croissance. En effet, la baisse du prix du baril et l'amélioration des termes de l'échange qui en résulte, sont venues contrecarrer le recul de la demande.
- ◆ **En Russie**, la spirale récessionniste s'est d'ores et déjà enclenchée. A l'impasse géopolitique et aux sanctions économiques s'ajoutent la chute vertigineuse des prix du pétrole. Les investisseurs désertent le pays et le rouble plonge vers des records de baisse. Un record historique de fuites de capitaux (152 mds USD en 2014).

Les interventions musclées de la Banque centrale de Russie sur le marché de change (80 mds de dollars de réserves injectées) et la hausse du taux directeur de 400 pb. Depuis le début de l'année n'ont pas réussi à stopper l'hémorragie.

Aujourd'hui, la chute du rouble pèse sur l'économie russe. D'une part, elle alimente les pressions inflationnistes, et du coup, elle détériore le pouvoir d'achat des ménages et freine la demande domestique. D'autre part, elle fragilise le secteur bancaire en favorisant la dollarisation du bilan des établissements de crédit et en augmentant le risque de crédit via le renchérissement du service de la dette pour les emprunteurs en devises. Bref, l'enjeu majeur reste celui de la confiance des ménages dans la capacité du gouvernement à sortir le pays de l'impasse géopolitique et du gouffre financier dans lequel il est plongé.

Tunisie: Les nuages de l'incertitude se dissipent ... difficilement



La démocratie s'installe mais la dynamique de réforme économique n'est pas encore au rendez-vous. Le bilan de santé du patient tunisien n'est donc pas réjouissant. Et la période de convalescence s'avère longue.

L'achèvement de la période de transition et la formation du nouveau gouvernement s'ouvrent sur un mur de défis à relever, au premier rang desquels l'assainissement des finances publiques et le contrôle du dérapage alarmant du solde courant (8.9% du PIB en 2014) dans un contexte social miné par des revendications salariales démesurées.

Aujourd'hui, les inquiétudes ne sont plus d'ordre monétaire. La BCT a réussi à ramener la composante monétaire de l'inflation au bercail. Un net recul du taux d'inflation se confirme, 5% en G.A. en décembre 2014, contre 6% en juillet de la même année. Une progression modérée de la masse monétaire. L'effondrement des prix du pétrole de plus de 50%, et la modération salariale au niveau du budget 2015, renforcent les pressions baissières sur l'inflation. Cependant la prudence reste de mise surtout avec la forte dépréciation du dinar par rapport au billet vert et le risque d'inflation importée qui en résulte.

Du côté du marché monétaire, c'est plutôt l'accalmie qui prime. Les injections de liquidités orchestrées quotidiennement par l'Institut d'émission ont été ramenées à 3.418 milliards de dinars, en moyenne quotidienne, contre 4.352 mds de dinars en Décembre 2014.

En somme, la bataille contre l'inflation ne se loge plus du côté de la Banque centrale. Elle est plutôt sur la table du gouvernement. Elle est aujourd'hui du ressort du Ministère du commerce qui devrait imposer l'ordre dans les circuits de distributions, et du Ministère de l'intérieur qui devrait réussir le contrôle des frontières, et surtout du Premier ministre qui devrait concocter un vrai pacte social (qui n'exclut aucun syndicat et aucune organisation patronale) garantissant l'indexation de la hausse des salaires sur des critères de productivité.

Le bât blesse surtout du côté du solde courant où le déficit énergétique devient très alarmant (26.7% du déficit de 2014 contre 5.8% de celui de 2010). Fort heureusement, la chute des prix du pétrole pourrait atténuer un tel dérapage. Toutefois, c'est l'effort d'exportation qui explique plus le gouffre.

Sur le front des paiements extérieurs, les ratios d'endettement méritent plus d'attention surtout que la croissance reste molle. Avec l'avalanche des capitaux étrangers, dernier en date l'emprunt de un milliard de dollars sur le marché international, les indicateurs du stock des réserves de change perdent leur crédibilité pour évaluer la conjoncture économique. Seul, le chiffre du déficit courant reste le meilleur baromètre de la situation économique.

Certes, le taux de 5.75%, sur le dernier emprunt obligataire de 10 ans répond aux exigences du marché international pour les émissions de même maturité, et reste cohérent avec les fondamentaux d'une économie plombée dans la catégorie « *Speculative grade* » par les géants de la notation financière. Le spread (prime de risque) de la Tunisie, déterminée le jour de l'opération, a atteint 412 points de base alors que le rendement de l'émetteur de référence sur le marché (Trésor américain) avoisine les 2%. Mais, il n'y avait aucune urgence pour sortir dans la précipitation, avant la formation du gouvernement, alors que les dernières dépêches des agences de rating laissent entendre une amélioration très prochaine de la note de la Tunisie, qui pourrait nous faire économiser entre 12.5 et 25 points de base.

Conclusion

En somme, la reprise reste encore fragile. Le prix du baril complique la donne pour les pays exportateurs. Cette baisse se présente comme une opportunité pour les pays importateurs afin qu'ils entament sérieusement l'assainissement de leurs budgets. Plus précisément, la chute du prix du baril est l'occasion à ne pas rater pour déclencher une dynamique de réforme des dispositifs de subvention des hydrocarbures.

Certes, les perspectives de la croissance américaine sont plutôt rassurantes. Toutefois, le niveau de l'inflation demeure une source d'inquiétude. L'économie de la zone euro se retrouve dans la situation la plus délicate. L'heure des réformes a bien sonné :

- * **Zone euro** : pour accomplir les réformes structurelles et réussir le processus de désendettement des Etats et des entreprises afin d'améliorer la compétitivité et d'augmenter la PIB potentiel.
- * **Chine** : pour assainir son système financier et réussir sa mutation vers un nouveau modèle basé sur la demande domestique,
- * **Pays émergents** : pour qu'ils engagent la réforme de leurs systèmes de subvention des hydrocarbures et offrent plus de marge au dépenses d'investissement dans leurs finances publiques.
- * **Tunisie** : pour consolider les finances publiques et assainir le secteur financier afin de retrouver de la marge pour pouvoir engager les réformes structurelles incontournables pour basculer vers un nouveau modèle de développement.

Moez LABIDI

Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Mahdia

Conseiller économique auprès de

Le climat social reste très tendu et le feuilleton de formation du gouvernement avec le risque d'une coalition, élargie pour gouverner mais peu efficace pour réformer, semble être très probable.

L'heure n'est plus aux tergiversations politiques annonciatrices d'une volonté de réforme défailante. La construction de la Tunisie de demain doit se faire très éloignée des calculs partisans, mais plutôt ancrée sur les attentes des nouvelles générations, fortement menacées par le chômage et la montée de l'exclusion.

L'heure n'est plus aux revendications salariales démesurées. Le syndicalisme responsable doit intégrer dans son radar la productivité et le stock de chômeurs diplômés.

L'heure est plutôt au courage politique pour rétablir la confiance et déminer le climat social afin de pouvoir démarrer la machine des réformes à l'abri de la symphonie populiste.

Car, plus les réformes tardent à voir le jour, plus le spectre de la cure d'austérité à la grecque planera sur l'économie tunisienne.

Reste à savoir : les tunisiens feront-ils preuve de patience ?

MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches et Analyses

Salma Zammit Hichri

Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Financier Senior
ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali

Analyste Financier Junior
abdelmonam@macsa.com.tn

Rahma Tayachi Lakhoua

Analyste Financier Junior
Rahma.tayachi@macsa.com.tn

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elle reflètent les opinions des analystes et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC SA au profit ou envoyé par MACSA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC SA se désengage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente suite à l'utilisation de Ce document.

MAC SA n'a pas reçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.