

Egypte, Tunisie : difficile Printemps pour l'économie

Stéphane Alby / Pascal Devaux

Parmi les pays du « Printemps arabe », seules la Tunisie et l'Égypte ont engagé un processus de transition politique d'une manière pacifique. Les changements de régime actuellement en cours sont des processus assez lents – notamment face aux attentes sociales et politiques des populations – et dont la durée est incertaine.

En Tunisie, après l'établissement d'une assemblée constituante en octobre 2011, des élections générales sont prévues pour la première moitié de l'année 2013. La transition se déroule de manière ordonnée, et le gouvernement de transition – résultat d'une coalition dominée par les islamistes d'Ennahdha – tente de répondre à une demande sociale pressante malgré le caractère temporaire de son mandat. En Égypte, la situation politique paraît plus incertaine. Les élections parlementaires et présidentielles se sont bien déroulées pour le moment. Cependant, l'incertitude constitutionnelle et l'inertie engendrée par l'opposition entre les Frères musulmans (majoritaires électoralement) et les militaires actuellement à la tête de l'autorité provisoire sont des facteurs de ralentissement, voire de blocage de la transition en cours.

Les bouleversements politiques ont eu comme conséquence de fragiliser ces deux économies, même si elles ne se sont pas effondrées. Notamment, les grands équilibres budgétaires et externes se sont détériorés. Or, dans un contexte d'incertitude politique et de pouvoir limité de gouvernements transitoires, la prudence des acteurs économiques restera forte. Les nouvelles autorités devront à la fois restaurer les équilibres macroéconomiques et améliorer la confiance des investisseurs mais aussi répondre à la demande sociale.

Les attentes sociales des populations – en grande partie à l'origine des bouleversements politiques - ont pu être masquées pendant de nombreuses années par des performances favorables en termes de croissance et les

pratiques de régimes autoritaires. Le constat est récurrent dans le cadre des pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient : un nombre très important de jeunes ne parvient pas à s'intégrer à un marché du travail aux capacités d'absorption limitées, ce qui entretient chômage, recours au secteur informel et développement de la pauvreté.

Pour l'Égypte et la Tunisie, il s'agit donc à la fois de faire face à une dégradation marquée de leur situation économique à tous les niveaux et de mettre en place les conditions nécessaires à une croissance soutenue et créatrice d'emplois.

Des économies sous tension

Les répercussions des bouleversements politiques sur les économies égyptienne et tunisienne ont été considérables. Le ralentissement de l'activité a soumis les comptes publics et externes à rude épreuve et fragilisé les systèmes bancaires. Dans un climat sociopolitique toujours instable et face à une zone euro en grande difficulté, les perspectives de court terme demeurent fragiles, alors que la capacité de résistance de ces deux économies à affronter de nouvelles difficultés s'est considérablement réduite. Dans ce contexte, l'aide internationale promise par les bailleurs de fonds sera cruciale pour passer ce cap difficile. La Tunisie nous apparaît, néanmoins, en meilleure posture.

Vers une reprise lente et fragile en 2012

En 2011, ces pays ont tous les deux subi une chute des recettes touristiques et des investissements (nationaux et domestiques). Si certains indicateurs sur les premiers mois de l'année laissent à penser que leur situation économique est sur la voie du redressement, les vents contraires resteront, néanmoins, encore puissants cette année.

La Tunisie a enregistré en 2011 sa première récession depuis 1986. Selon les dernières révisions effectuées par l'Office national de la Statistique, le PIB s'est contracté de 2,2% en termes réels malgré une bonne saison agricole (tableau 1). Plusieurs secteurs clés ont été lourdement affectés, à commencer par les activités touristiques dont les recettes ont chuté de plus de 30%. Le secteur minier (phosphates) a également lourdement pâti des troubles sociaux avec des sites de production quasiment à l'arrêt une bonne partie de l'année, affectant les branches chimiques en aval. Parallèlement, le secteur de la construction a enregistré un net recul de son activité. Au total, la production industrielle s'est contractée de 4% malgré la bonne résistance des activités exportatrices de produits manufacturés, du moins la première partie de l'année. Côté demande, l'économie tunisienne a été essentiellement affectée par la contraction de 26% des investissements étrangers. Néanmoins, la croissance du crédit bancaire au secteur privé est restée relativement soutenue (graphique 1).

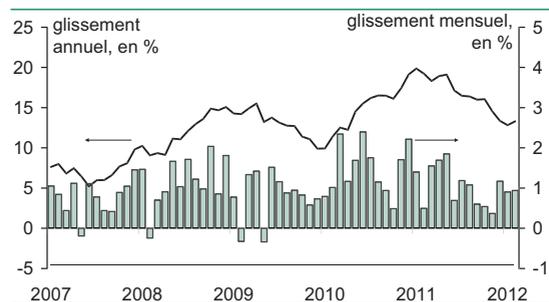
Taux de croissance du PIB (en %)

	2009	2010	2011
Agriculture et pêche	9,2	-9,3	9,2
Industries manufacturières	-1,5	4,3	-3,9
Industries non manufacturières	1,0	5,4	-10,9
Services marchands	3,6	4,2	-4,7
Services non marchands	5,1	4,5	8,3
PIB	3,1	3,1	-2,2

Tableau 1

Source : INS

Tunisie : crédit bancaire au secteur privé



Graphique 1

Source : FMI

Les premiers mois de l'année 2012 ont laissé entrevoir quelques motifs d'encouragement. L'économie tunisienne a retrouvé le chemin de la croissance, grâce notamment à un rebond de l'activité industrielle (graphique 2) et des recettes touristiques (+33% en glissement annuel). La hausse des importations de biens d'équipement, de plus de 30% en glissement annuel, souligne également une reprise de l'investissement dans le secteur industriel. Néanmoins, la portée de ces bons résultats est à relativiser, dans la mesure où elle traduit en partie un rebond technique. De plus, les freins resteront nombreux à court terme, à commencer par les difficultés de la zone euro qui demeure de loin le principal partenaire économique de la Tunisie¹. Le climat sociopolitique est également loin d'être stabilisé, ce qui inévitablement va continuer de peser sur les intentions d'investissement. Le regain d'inflation observé en ce début d'année (graphique 3) risque d'affaiblir une consommation des ménages déjà affectée par l'envolée du chômage. Dans ce contexte, la croissance attendue en 2012 devrait se situer autour de 2,5%, essentiellement tirée par l'investissement public.

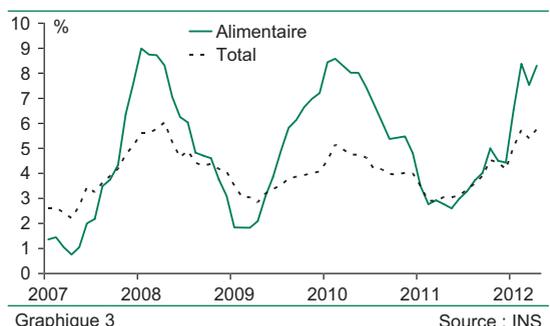
Tunisie : production industrielle



Graphique 2

Source : INS

Tunisie : inflation

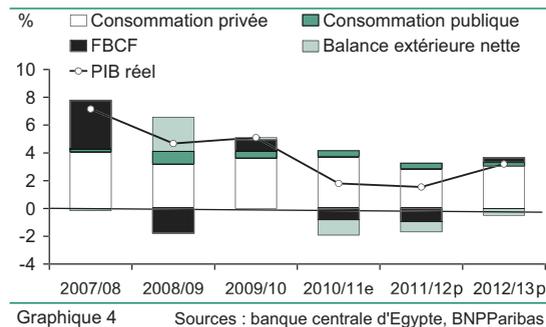


Graphique 3

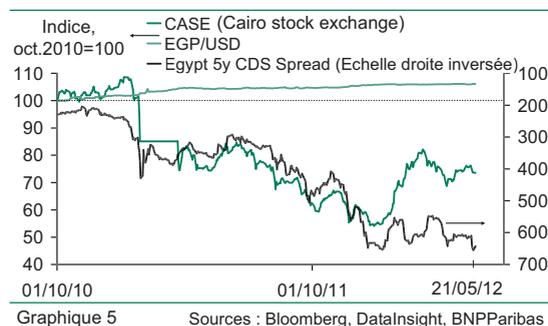
Source : INS

En Egypte, la croissance a fortement ralenti depuis début 2011, mais l'effondrement de l'activité à laquelle on aurait pu s'attendre dans une telle période de bouleversements politiques ne s'est pas produit. Durant juin 2010/juillet 2011, bénéficiant d'un acquis enregistré durant la première partie de l'année, la croissance réelle s'est maintenue à 1,7% (contre 5,3% l'année précédente) (graphique 4). Le rythme d'évolution de la composante consommation privée de la demande domestique s'est maintenu à 5%, essentiellement du fait de facteurs structurels liés à la croissance démographique. A côté de cet amortisseur, l'investissement s'est contracté de plus de 5% en raison de la prudence des investisseurs face à un environnement politique incertain. Reflétant cette hausse de l'aversion au risque (graphique 5), l'indice principal de la Bourse du Caire s'est fortement contracté (-49% en 2011), tandis que la prime de risque sur les emprunts égyptiens à 5 ans a plus que doublé en 2011. Par ailleurs, les exportations ont pâti de la chute de la fréquentation touristique. Enfin, l'augmentation des dépenses publiques a modérément contribué à l'activité.

Egypte : croissance du PIB réel et contributions



Egypte : variables financières



Il semble que l'activité économique montre des signes de stabilisation depuis le début de 2012. Fin mars 2012, l'indice de production industrielle affichait une croissance de 14% en glissement sur un an, en raison, notamment, d'un effet de base important. Cependant, dans certains secteurs clés tel que le tourisme, l'activité est loin d'avoir retrouvé son niveau de 2010. En février et en cumul sur douze mois, le nombre d'entrées restait inférieur d'un tiers à celui de l'année 2010. Sur l'ensemble de l'année 2011/12, la croissance devrait atteindre 1,5% en termes réels. Pour l'année 2012/13, une stabilisation de la situation politique pourrait permettre une évolution positive de l'investissement et de la consommation privée. Selon ce scénario, la croissance du PIB pourrait atteindre 3%.

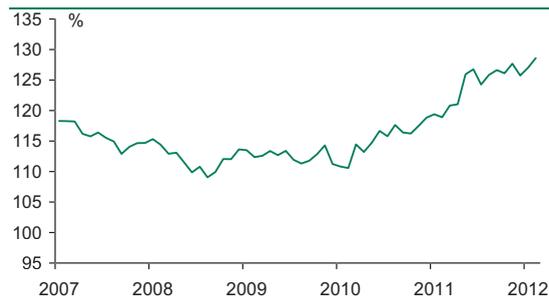
Des secteurs bancaires fragilisés

Les conséquences de la détérioration de l'environnement économique sur les secteurs bancaires paraissent maîtrisables en Egypte, tandis que, en Tunisie, une liquidité bancaire tendue et la hausse du risque de crédit devraient fragiliser les banques.

Le secteur bancaire tunisien a été lourdement affecté par la détérioration de l'environnement économique en 2011, et sa capacité à alimenter l'économie en crédit reste sujette à caution. Face à un resserrement de la liquidité bancaire (graphique 6), la banque centrale tunisienne a considérablement assoupli sa politique monétaire en 2011, que ce soit à travers des injections massives de liquidités sur le marché monétaire ou un abaissement de son taux directeur de 4,5% à 3,5% et du taux de réserve obligatoire de 12,5% à 2%. Ce pilotage actif a permis de maintenir une dynamique de crédit au secteur privé relativement soutenue jusqu'à présent, mais avec un ratio crédits/dépôts de presque 130% et des marges de manœuvre de la banque centrale réduites. La pression sur la liquidité bancaire risque de devenir de plus en plus contraignante. A cela s'ajoutent de possibles difficultés financières de certaines banques de la place. La qualité des actifs du système est dans l'ensemble médiocre. Fin 2010, le taux de mauvaises créances s'établissait déjà à un niveau élevé de 13%. La probabilité que la situation se soit détériorée en 2011 est très élevée sous l'effet combiné de la dégradation de la conjoncture économique et du démantèlement de l'empire Ben Ali-Trabelsi, dont le total des actifs est estimé à 2,5 milliards de dinars (soit 6% du total des actifs bancaires). L'Institut de Finance internationale

estime d'ailleurs que ce taux pourrait avoir atteint 16% fin 2011, alors que la croissance soutenue du crédit dans une période de fortes turbulences économiques alimente quelques doutes sur la politique de contrôle des risques pratiquée par les banques tunisiennes. De plus, le taux de provisionnement des créances douteuses est insuffisant, inférieur à 60% fin 2010, ce qui accroît la vulnérabilité du système bancaire à la montée du risque de crédit.

Tunisie : taux de couverture des crédits par les dépôts



Graphique 6

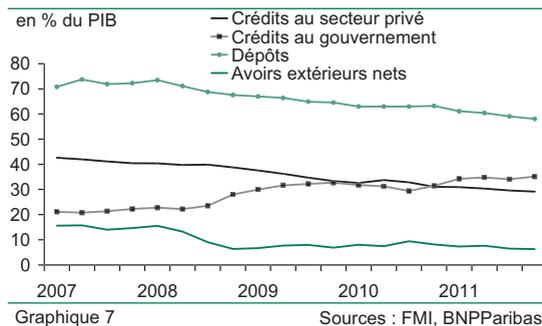
Source : FMI

En revanche, le système bancaire égyptien a été relativement épargné par les conséquences de la crise politique, à la fois grâce à une politique de crédit traditionnellement assez prudente et à la faiblesse de l'intermédiation bancaire. Les dépôts ont continué d'évoluer positivement durant 2011 (+5% en 2011) (graphique 7), et le niveau de dollarisation de ces derniers est resté stable à environ 19%, signe d'une confiance maintenue des agents dans le système bancaire. Par ailleurs, l'évolution du crédit au secteur privé est restée positive (+5% en 2011). Cependant, on peut s'attendre à une détérioration de la qualité des actifs bancaires en lien avec le ralentissement économique. Le niveau de créances douteuses était de 10,9% fin 2010 (Selon l'agence Moody's) et pourrait dépasser 15% dans les deux prochaines années, étant donné l'exposition des banques aux secteurs touristique et immobilier. Ce haut niveau de créances douteuses concerne principalement les banques publiques. Le risque qui y est associé est maîtrisable, du fait du niveau élevé de provisionnement (95%) et de la part relativement limitée des crédits en proportion des actifs totaux (37%).

L'exposition des banques égyptiennes au secteur public reste le principal facteur de risque. Les créances nettes des banques sur le gouvernement (crédits + titres

- dépôts du gouvernement) augmentent structurellement et représentent 53% du crédit domestique total (42% en 2010). Cependant, depuis dix-huit mois, les banques se montrent plus prudentes quant à leur participation au financement du déficit budgétaire. De nombreuses adjudications de bons du Trésor n'ont pu être placées dans leur totalité, et leur rendement a fortement augmenté.

Egypte : banques commerciales, principaux éléments de bilan



Graphique 7

Sources : FMI, BNPParibas

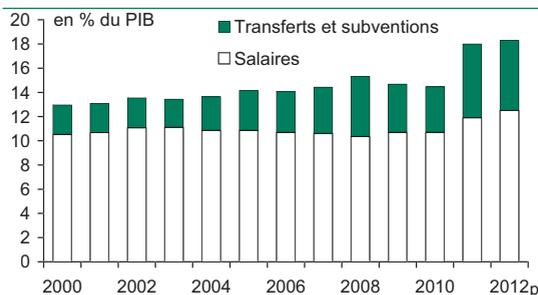
Finances publiques : dynamiques négatives

Les comptes publics ont été affectés négativement par le contexte post-révolution dans les deux pays. S'il existe encore quelques marges de manœuvre pour mettre en place des politiques budgétaires expansionnistes, la dynamique demeure néanmoins négative, voire inquiétante en Egypte.

Les finances publiques tunisiennes ont été soumises à de fortes pressions en 2011 mais ont plutôt bien résisté. L'impôt sur les sociétés, dont l'assiette repose sur l'exercice de l'année précédente, a notamment été particulièrement dynamique, permettant aux recettes totales de l'Etat d'augmenter de 12%. Dans le même temps, la croissance des dépenses a été forte, essentiellement sous l'effet de la hausse de la masse salariale des agents de la fonction publique et de l'envolée des transferts et subventions destinées à maîtriser les prix du pétrole et de certaines denrées de base. Ces deux postes, qui ont représenté presque 60% des dépenses totales en 2011, ont enregistré des hausses respectives de 13% et 65%. En revanche, les investissements publics, bien qu'en progression de plus de 10% par rapport à 2010, sont demeurés en deçà du montant alloué dans la loi de finances complémentaire. Au total, le déficit budgétaire estimé pour 2011 s'est

situé légèrement en deçà de 4% du PIB contre 4,5% initialement prévu par les autorités. Il est probable que la pression sera plus forte cette année. Non seulement l'Etat tunisien ne pourra pas compter sur la même dynamique des recettes qu'en 2011, mais les dépenses vont également continuer de croître sensiblement pour faire face à la forte demande sociale et soutenir l'activité économique. Le déficit budgétaire devrait ainsi se situer autour de 6% du PIB en 2012, avec des risques de dérapage élevés au regard de la fragilité du contexte socio-économique. Le poids de la masse salariale et des subventions publiques restera considérable (graphique 8).

Tunisie : dépenses du gouvernement

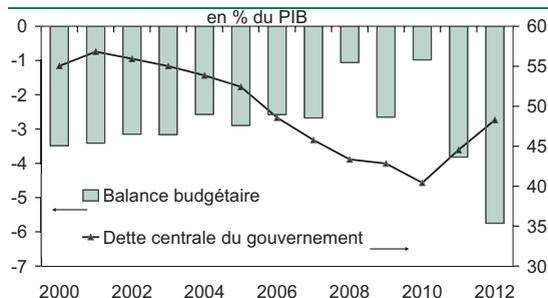


Graphique 8 Sources : minist.des Finances, IFI, BNPParibas

Néanmoins, les autorités tunisiennes possèdent quelques marges de manœuvre. Certes, le taux d'endettement du gouvernement devrait croître de presque 8 points de PIB entre 2010 et 2012, mais cette détérioration brutale intervient après plusieurs années de consolidation des finances publiques. La dette centrale du gouvernement resterait ainsi inférieure à 50% du PIB fin 2012 (graphique 9). De plus, le risque de refinancement demeure limité. Le gouvernement n'a eu à honorer qu'une seule tombée de dette obligataire cette année (USD 650 millions en avril), reflétant le profil fortement concessionnel de sa dette extérieure (75% est détenue par des créiteurs multilatéraux et bilatéraux). Il a également dû solliciter plus que prévu le marché domestique l'an passé pour couvrir son besoin de financement mais sans tensions apparentes. La charge d'intérêts est ainsi restée stable en valeur et a légèrement diminué en pourcentage des recettes du gouvernement, de 7,8% en 2010 à 7,2% en 2011. En 2012, les financements déjà promis par les bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux (USD 2,8 milliards) devraient couvrir une grande partie du déficit budgétaire

(hors recettes de privatisations et ressources exceptionnelles) et de l'amortissement du principal de la dette publique extérieure qui totalisent USD 3,7 milliards. De plus, les autorités tunisiennes pourraient bénéficier de soutiens additionnels, notamment de la part du FMI, compte tenu de la valeur symbolique que représente ce pays dans le « Printemps arabe » et des avancées politiques qui sont plutôt favorables. Cependant, on ne peut écarter un scénario dans lequel les soutiens financiers extérieurs seraient en deçà des attentes. Les autorités tunisiennes pourraient alors avoir plus de mal que l'an passé à solliciter massivement le marché domestique, compte tenu de la pression élevée sur le secteur bancaire. Il en résulterait probablement des réajustements budgétaires, notamment sur le programme d'investissement public, avec des conséquences négatives sur l'activité économique.

Tunisie : déficit budgétaire et dette centrale du gouvernement

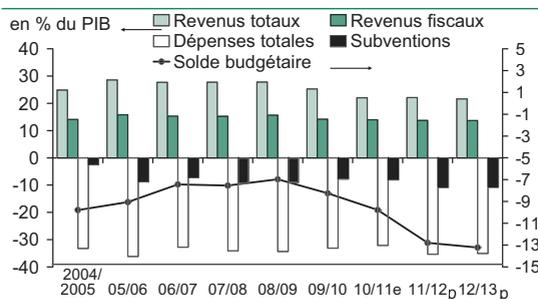


Graphique 9 Sources : minist.des Finances, IFI, BNPParibas

La situation des finances publiques égyptiennes est encore plus précaire. Le creusement du déficit budgétaire égyptien durant l'exercice budgétaire 2010/11 était attendu (10% du PIB) et provient principalement de la dérive des dépenses publiques. Les recettes publiques sont restées quasiment stables (-1%) étant donné la stagnation des recettes pétrolières et la hausse des recettes fiscales durant le premier semestre. Du côté des dépenses, les subventions et la charge d'intérêts sur la dette publique (respectivement 28% et 21% des dépenses totales) ont augmenté d'environ 20%, les traitements et salaires (28% des dépenses) ont crû de 13%. Les perspectives budgétaires sont négatives pour l'année 2011/12, et le déficit pourrait approcher 12% du PIB (graphique 10) en raison de la hausse continue des principales dépenses courantes. Au total, les finances publiques ont

vu leur déséquilibre s'aggraver et leur flexibilité se réduire sous l'effet d'une hausse des charges récurrentes et d'une stagnation des recettes.

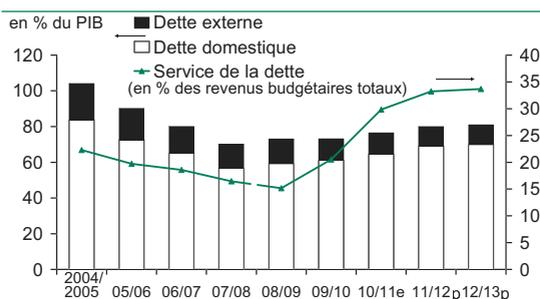
Egypte : solde budgétaire et composantes principales



Graphique 10 Sources : minist.des Finances, BNPParibas

Dans ce contexte d'accroissement du besoin de financement, la dette publique a augmenté et a atteint 77% du PIB en 2010/11 (graphique 11).

Egypte : dette générale du gouvernement

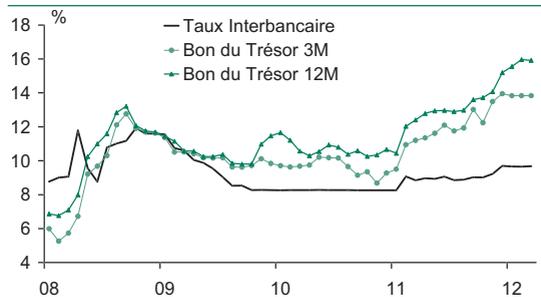


Graphique 11 Sources : minist.des Finances, FMI, BNPParibas

Jusqu'en 2010, la capacité du gouvernement à faire face à son besoin de financement restait un risque maîtrisé. L'essentiel de la dette publique (composée de titres en monnaie locale de maturité d'un an environ) est souscrit par les banques domestiques, ce qui réduit le risque de refinancement. Cependant, avec la dégradation marquée des finances publiques, les banques sont devenues plus réticentes à augmenter leur exposition au risque souverain, et le coût pour le gouvernement a progressé (graphique 12) (de 9,5% en janvier 2011 à 15,6% en avril 2012 pour les bons du Trésor à 1 an), tandis que la maturité moyenne de la dette domestique s'est raccourcie de 2,5 à 2 ans en une année. Dans cette situation, et étant donné un soutien extérieur financier limité, des modalités de financement

alternatives ont été mises en place telles que l'émission de titres en devises (pour un montant de USD 2,53 milliards) à destination du marché domestique (souscrite en partie par les banques locales) et l'émission de titres destinés à la diaspora égyptienne, principalement celle du Golfe. Cette diversification du financement permet une baisse du coût de la dette mais accroît la pression future sur la balance des paiements. Pour faire face à un besoin de financement estimé à plus de USD 20 milliards en 2012/13 et éviter une crise des finances publiques, la concrétisation du soutien extérieur est indispensable. Des contraintes essentiellement politiques ont pour le moment ralenti les déboursements mais celui attendu de FMI pourrait entraîner d'autres soutiens multi ou bilatéraux.

Egypte : taux interbancaire et des bons du Trésor



Graphique 12 Source : DataInsight

Comptes extérieurs : principale fragilité

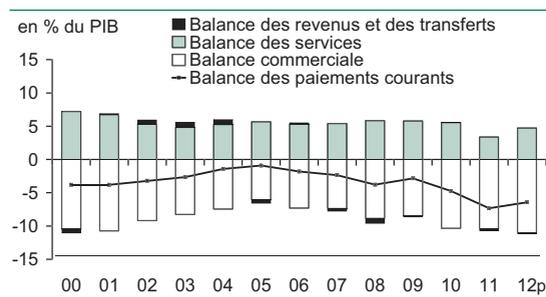
Dans les deux pays, la chute des recettes touristiques et des flux de financements, principalement des investissements étrangers, a généré de fortes tensions sur la balance des paiements. Les réserves de changes se situent désormais à un niveau proche du seuil d'alerte, alors que les perspectives de redressement des comptes extérieurs restent bridées par les difficultés des pays de la zone euro et des contextes sociopolitiques encore très fragiles. L'appui financier de la communauté internationale constitue le principal facteur de soutien face à des risques de tension sur la liquidité extérieure de plus en plus élevés.

La pression sur les comptes extérieurs tunisiens a été forte tout le long de l'année 2011. Malgré une bonne résistance des exportations et une contraction des importations des biens d'équipement, le déficit commercial s'est stabilisé à un niveau historiquement

élevé (10,4% du PIB) en raison essentiellement de la progression soutenue des achats de produits pétroliers (graphique 13). A cela s'est ajouté un repli de plus de 30% des recettes touristiques, entraînant un creusement substantiel du déficit de la balance des paiements courants (7,4% du PIB contre 4,8% en 2010), ainsi qu'un recul des entrées nettes de capitaux sous l'effet de la contraction des flux d'investissements étrangers de 26%. La balance des paiements a ainsi enregistré un déficit record de USD 1,7 milliard en 2011, avec comme corollaire une contraction significative des réserves de changes. A seulement USD 7,5 milliards de dollars, celles-ci ne couvraient plus que 3,5 mois d'importations de biens et services à la fin de l'année contre 4,7 en 2010.

La situation restera précaire en 2012. La liquidité extérieure s'est de nouveau contractée sur les trois premiers mois de l'année, illustrant non seulement la pression considérable des importations de pétrole sur les comptes extérieurs mais également la contrainte induite par la crise de la dette de la zone euro sur les exportations, les recettes touristiques et les investissements étrangers. Néanmoins, la Tunisie devrait pouvoir compter sur des soutiens additionnels (en plus des USD 2,8 milliards déjà promis) de la part des bailleurs de fonds pour maintenir les réserves de changes au-dessus du seuil critique (trois mois d'importations de biens et services). De plus, 80% de la dette extérieure est à moyen et long terme et à taux concessionnels, de sorte que le service de la dette est modéré (équivalant à 11% des exportations de biens et services). Enfin, l'exposition très limitée aux investissements de portefeuille et l'absence de dollarisation réduisent les risques de dégradation incontrôlée de la liquidité extérieure.

Tunisie : balance des paiements courants



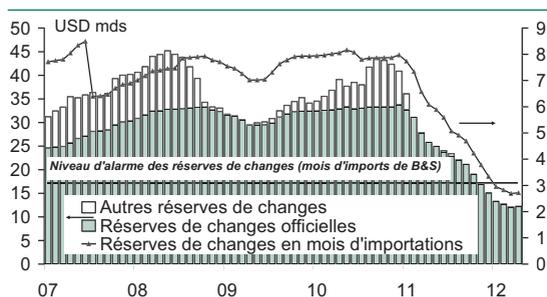
Graphique 13

Sources : IFI, BNPParibas

En revanche, les risques de crise de balance des paiements nous semblent plus prononcés pour l'Egypte. En réponse aux événements politiques du début de l'année 2011, l'Egypte a subi un retrait massif de capitaux² ainsi qu'une réduction de ses entrées de devises (baisse de l'activité touristique et des entrées d'investissements directs étrangers³). Etant donné la volonté de la banque centrale de maintenir la stabilité de la livre égyptienne - celle-ci ne s'est dépréciée que de seulement 3,9% au cours de 2011 - ses réserves de changes ont baissé de plus de 60% depuis janvier 2011 (graphique 14). D'une situation de liquidité externe relativement confortable fin 2010, les réserves de changes ont atteint un niveau d'alerte : à USD 12,2 milliards fin avril 2012, elles représentent moins de trois mois d'importations de biens et services.

Depuis mars, les réserves de changes se sont stabilisées. Par ailleurs, un dépôt de USD 1 milliard de l'Arabie Saoudite auprès de la banque centrale et l'avancement des négociations avec le FMI devraient les consolider, du moins à court terme. Par ailleurs, le déficit courant reste d'une ampleur limitée (environ USD 5 milliards attendus en 2012/13) grâce, notamment, au soutien des exportations d'hydrocarbures (55% des exportations totales de biens). Au total, le niveau actuel des réserves de changes devrait permettre de faire face au déficit des comptes courants et à l'amortissement de la dette externe⁴ à un horizon d'une année. Cependant, ce scénario peut être rapidement remis en question si la situation politique se détériore brutalement et provoque d'importantes sorties de capitaux.

Egypte : réserves de changes de la banque centrale



Graphique 14

Sources : banque centrale d'Égypte, BNPParibas

Défis structurels

La frustration sociale – liée au niveau de chômage élevé parmi les jeunes - est un des principaux facteurs explicatifs du soulèvement populaire en Egypte et en Tunisie. Atteindre une croissance économique soutenue et riche en emploi est donc le principal défi de moyen terme pour ces deux pays.

Or, premier constat, dans un cas comme dans l'autre, l'effort d'investissement est insuffisant. Pour autant, les raisons ou contraintes qui expliquent ce manque d'investissement sont différentes même s'il existe des traits communs. En Egypte, l'inflation et les déficits budgétaires structurels constituent, avec la faiblesse de l'intermédiation financière, des freins puissants. A l'inverse, en Tunisie, les grands équilibres macroéconomiques ne sont pas en cause. La raison principale est un manque de diversification de l'économie qui transparaît au travers, notamment, de l'inadéquation criante entre l'offre et la demande sur le marché du travail. Par ailleurs, l'intégration commerciale très forte avec l'Europe peut devenir une contrainte à la croissance après en avoir été un moteur au cours des années 2000.

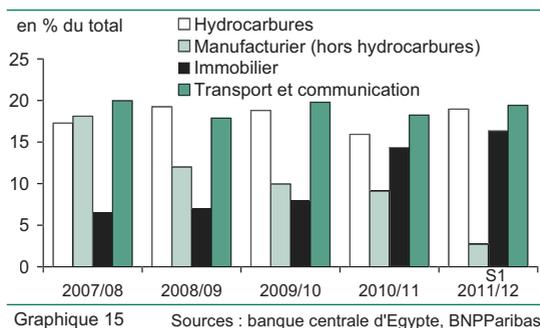
Egypte : un environnement économique peu incitatif

Faiblesse du niveau d'investissement

Face à la croissance rapide des nouveaux arrivants sur le marché de l'emploi (+700 000 chaque année⁵), l'Egypte se trouve confrontée à la nécessité de parvenir à une croissance économique forte. Selon le FMI, un taux de croissance de 6-7% l'an est nécessaire à l'absorption des nouveaux entrants sur le marché du travail. Si l'Egypte n'a que rarement atteint de tels niveaux de progression, c'est en partie dû à la faiblesse de l'investissement, notamment du secteur privé. Sur l'ensemble de la décennie 2000, l'investissement privé a été en moyenne annuelle équivalent à 11-12% du PIB contre plus de 20% en Asie émergente. Par ailleurs, les secteurs pour lesquels la croissance de l'investissement est la plus élevée sont plutôt peu intensifs en main-d'œuvre, tels que l'exploitation d'hydrocarbures ou le secteur immobilier. Depuis 2007, les industries d'extraction (pétrole et gaz) comptent pour 18% de l'investissement (graphique 15). L'importance des investissements dans les secteurs de l'immobilier (10% en moyenne mais en progression régulière depuis 2007)

et du transport et des communications (19%) est liée au besoin traditionnel des pays en développement dans les domaines du logement et des infrastructures de transport. Par ailleurs, l'investissement dans le secteur manufacturier (hors raffinage pétrolier) est en baisse régulière en proportion de l'investissement total. La dynamique d'investissement égyptienne n'est donc clairement pas en faveur des secteurs les plus créateurs d'emplois et possédant un effet d'entraînement important sur le reste de l'économie.

Egypte : investissement par secteur



Les contraintes à l'investissement les plus pertinentes dans le cas égyptien⁶ sont : l'incertitude macroéconomique entretenue par le couple déficit budgétaire/inflation structurels, la question de l'intermédiation financière et son rôle dans l'investissement domestique et, enfin, les faiblesses de l'environnement productif et institutionnel qui peuvent affecter l'ensemble des investisseurs, nationaux ou non.

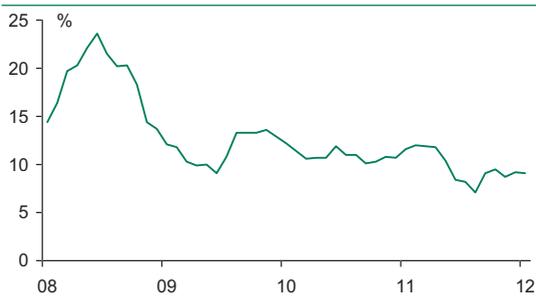
Les contraintes macroéconomiques : déficit budgétaire et inflation structurels

Depuis le milieu des années 2000 et malgré une croissance relativement soutenue (plus de 6% en moyenne entre 2005 et 2009), le déficit récurrent et important des comptes publics reste une des principales faiblesses de l'économie égyptienne. Au-delà de la récente dégradation, les perspectives à moyen terme ne sont pas positives et risquent de peser sur l'environnement macroéconomique de manière négative. Le maintien des déficits budgétaires à un niveau élevé se traduit, en effet, par une augmentation des pressions inflationnistes en raison du gonflement de la masse monétaire (monétisation du déficit) et des effets d'éviction du crédit bancaire au profit du gouvernement.

Une inflation difficilement maîtrisable

Un niveau structurellement élevé d'inflation est un facteur négatif pour l'investissement. Il favorise une appréciation du taux de change réel, dégrade la compétitivité des exportations et favorise la pénétration des produits importés. Par ailleurs, des tensions inflationnistes persistantes limitent les marges de manœuvre de la politique monétaire et, dans le cas égyptien, entretiennent l'incertitude sur l'évolution du taux de change, étant donné l'efficacité limitée du taux d'intérêt comme instrument de la politique de change⁷. L'inflation égyptienne – structurellement élevée – a des origines multiples : les plus couramment admises sont les rigidités sur le marché des biens, notamment alimentaires (faiblesse des circuits de distribution, situations de monopoles favorisant la manipulation des prix), et la hausse du prix des importations (principalement énergie et alimentation). Ainsi, malgré la croissance faible, l'inflation se maintient à environ 10% (graphique 16). Le lien entre déficit budgétaire (ou plus précisément l'écart entre le déficit réalisé et celui anticipé), d'une part, et inflation, d'autre part, existe⁸ mais ne nous semble pas pour le moment important.

Egypte : inflation

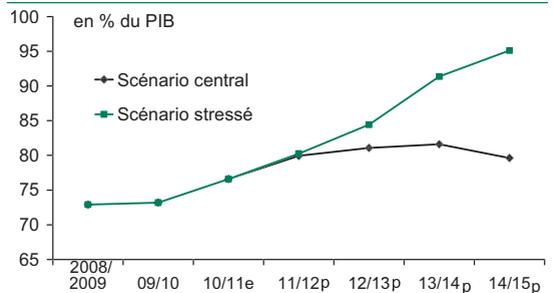


Graphique 16 Source : banque centrale d'Égypte

En revanche, ce risque pourrait notablement augmenter dans un futur proche, étant donné la hausse sensible de la dette publique attendue dans les prochaines années (entre 80 et 95% du PIB suivant le scénario retenu)⁹ (graphique 17). En effet, le risque d'une monétisation croissante du déficit existe. Les banques commerciales se sont montrées plus prudentes dans leurs achats de titres publics (restriction sur les montants et hausse des taux demandés), comportement qui devrait perdurer avec la dégradation des finances publiques. Par ailleurs, l'écart entre le rythme d'évolution des ressources bancaires

(principalement des dépôts) et celui du besoin de financement budgétaire s'est fortement accéléré depuis 2009. Cela renforce les anticipations d'un recours accru au financement d'une partie du déficit par la banque centrale.

Egypte : projections de dette publique



Graphique 17 Sources : minist. des Finances, FMI, BNPParibas

Un effet d'éviction limité

Les restrictions de crédit au secteur privé dues à l'augmentation des créances bancaires sur le gouvernement semblent se vérifier mais ne nous semblent pas un facteur déterminant dans l'accès au crédit pour les entreprises du secteur privé. D'une part, le niveau de liquidité du secteur bancaire est élevé (le ratio crédits sur dépôts n'était que de 50% fin 2011), en témoigne notamment l'importance des dépôts des banques auprès de la banque centrale réalisés lors des opérations d'*open market*. D'autre part, les éléments structurels semblent plus décisifs dans les difficultés d'accès des entreprises au financement bancaire.

Les contraintes microéconomiques : la faiblesse de l'intermédiation financière...

Un certain nombre d'études menées par la Banque mondiale (2007, 2011)¹⁰ ont souligné les difficultés d'accès des entreprises privées au financement bancaire. Les systèmes bancaires de la région Afrique du Nord et Moyen-Orient se caractérisent par une forte concentration de l'exposition des banques sur un nombre limité de contreparties, plutôt des entreprises de grande taille bénéficiant d'une position de marché dominante. Cette concentration des créances est particulièrement forte en Égypte puisque, en 2010, les vingt plus grandes expositions représentaient environ 55% des prêts totaux contre moins de 35% pour l'ensemble de la région Afrique du Nord et Moyen-Orient. De même, l'exposition aux PME (qui constituent

la très grande majorité des entreprises du secteur privé non agricole) ne représente que 5% dans le cas égyptien contre plus de 16% en moyenne pour l'ensemble des pays à revenu intermédiaire (Banque mondiale, 2007)¹¹. Le financement de l'investissement se réalise par autofinancement dans 86% des cas (contre 72% au niveau régional et 61% au niveau mondial). Il y a donc clairement une contrainte financière à l'investissement pour les entreprises en Egypte.

Deux types d'éléments sont à l'origine de cette contrainte : 1/ la faiblesse de la concurrence entre banques qui incite ces dernières à ne pas développer des segments du marché autres que celui des grandes entreprises. Le secteur bancaire égyptien reste, en effet, assez concentré, puisque les deux principales banques (publiques) concentrent 45% des dépôts et 34% des prêts (chiffres 2010). 2/ Du côté des entreprises, et singulièrement des PME, les pratiques comptables constituent encore une faiblesse limitant l'accès au crédit. L'absence de comptabilité régulière des opérations, l'utilisation d'argent liquide dans les transactions empêchent une analyse financière précise des entreprises qui opèrent parfois à la limite du secteur informel. Le soutien aux PME a bien fait l'objet d'un certain nombre de décisions facilitant normalement le financement bancaire (création d'organismes de soutien, développement d'une centrale des risques), mais leurs effets ne transparaissent pas encore au niveau de l'encours agrégé de crédit.

... de l'environnement légal et du marché du travail

A court terme, en lien avec les bouleversements politiques, un certain niveau d'incertitude juridique peut constituer un frein à l'investissement. En effet, la remise en cause de quelques contrats établis avant la révolution de 2011 peut inciter les investisseurs – notamment étrangers – à redoubler de prudence. Ainsi, des privatisations ont été annulées, des projets immobiliers arrêtés en raison d'un doute sur le mode d'acquisition des terrains, et enfin il a été procédé à la renationalisation de certains actifs. L'incertitude sur les programmes économiques, qui devraient être mis en œuvre, et l'absence d'un nouveau cadre légal pour les privatisations renforcent la prudence des investisseurs étrangers.

Selon la dernière enquête du Forum économique mondial, le niveau d'éducation de la population est un élément de faiblesse important pour l'Egypte.

L'enseignement supérieur ne répond pas aux besoins des entreprises, comme en témoigne la relation positive entre le niveau d'étude et le risque d'être au chômage¹². Le problème est double : d'une part, le contenu des études supérieures est inadapté au marché du travail. Selon le ministère de l'Education, seuls 19% des étudiants du supérieur suivent un cursus à contenu « pratique » (ingénierie ou scientifique notamment). D'autre part, les débouchés locaux pour les diplômés de l'enseignement supérieur sont insuffisants, en témoigne l'émigration de nombreux scientifiques égyptiens.

Par ailleurs, comme pour de nombreux pays émergents, le nombre de diplômés de niveau intermédiaire (type techniciens et techniciens supérieurs) est insuffisant, ce qui contraint les investissements dans certaines activités manufacturières.

Tunisie : améliorer la diversification de l'économie

Les freins à l'investissement privé local

La Banque mondiale estime qu'un taux de croissance annuel de 7% l'an sur une longue période est nécessaire à la Tunisie pour résorber le chômage, soit deux points de plus que son potentiel actuel. En 2010, le taux de chômage national était estimé à 13% et atteignait 23% pour les diplômés de l'enseignement supérieur. Cette tendance, qui s'est gravement accélérée en 2011, devrait perdurer à court terme. En outre, avec un peu plus de 40% de la population qui a moins de 25 ans, la pression sur le marché de l'emploi restera forte de nombreuses années encore. Pour atteindre un niveau de croissance soutenu, une accélération et surtout une modification de la nature des investissements sont nécessaires.

Le taux d'investissement est très stable depuis le début des années 2000 et celui du secteur privé n'est que légèrement supérieur à ce qu'il est en Egypte (tableau 2). Un autre constat s'impose. Alors que les investissements étrangers étaient en hausse avant 2011, ceux du secteur privé domestique se contractaient (en termes relatifs), traduisant une dualité grandissante du tissu économique entre un secteur *offshore* dynamique, tourné vers l'extérieur (70% du volume des exportations du pays) et bénéficiant par définition d'un régime fiscal et administratif avantageux et un secteur *onshore* faiblement intégré au niveau international et évoluant dans un environnement institutionnel défaillant.

Evolution de l'investissement (en % du PIB)

	2000-05	2006-10	2011
Investissement total	23,6	23,6	21,8
Investissements publics	10,4	9,7	Nd
Investissements privés	13,2	13,9	Nd
dont :			
Investissements étrangers (1)	2,7	4,2	2,5
Investissements nationaux	10,6	9,6	Nd

(1) hors privatisation partielle de Tunisie Télécom

Tableau 2

Source : banque centrale

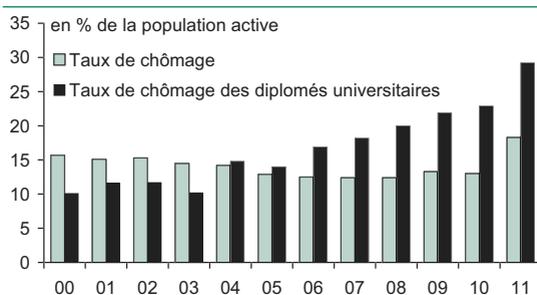
Malgré un bon classement du pays dans les différentes enquêtes internationales sur le climat des affaires et la compétitivité, le népotisme et certaines pratiques anticoncurrentielles ont, en effet, nui à l'investissement des entreprises privées nationales. La difficulté d'entreprendre dans un pays où la classe moyenne s'est développée considérablement a d'ailleurs été un des principaux facteurs du soulèvement populaire. Si l'on peut supposer que le processus de transition démocratique favorise l'amélioration de la gouvernance économique, d'autres barrières devront également être levées. Selon le dernier rapport sur la compétitivité globale du Forum économique mondial, la rigidité du marché du travail, la faible sophistication du secteur financier ou encore le nombre élevé de procédures administratives nécessaires au démarrage d'une activité constituent les principales défaillances du climat des affaires. La difficulté d'accès aux sources de financement par les entreprises y est aussi mentionnée comme un des facteurs les plus contraignants pour exercer une activité.

Dans ce contexte, l'une des principales difficultés pour les autorités consistera à faire face à la pression populaire tout en s'engageant sur la mise en place de réformes structurelles, dont certaines peuvent être coûteuses socialement (flexibilisation du marché du travail) ou financièrement (recapitalisation de certaines banques publiques). En revanche, selon ce même rapport, la Tunisie dispose de bases solides en termes d'éducation et de qualité des infrastructures, soulevant quelques motifs d'espoir sur sa capacité à se redresser.

Une offre de travail inadaptée au besoin de l'appareil productif

Relever le potentiel de croissance pour générer plus d'emplois est une condition indispensable mais pas suffisante. Il faut également favoriser l'émergence de secteurs à plus haute valeur ajoutée et la montée en gamme technologique des secteurs existants afin de générer plus d'emplois qualifiés¹³. Dans les conditions de production actuelles, en effet, l'économie tunisienne n'est pas capable d'absorber un flux croissant de jeunes diplômés. En 2011, le nombre de chômeurs était de 700 000 dont 220 000 diplômés du supérieur contre respectivement 475 000 et 30 000 en 2000 (graphique 18). Or avec un volume de presque 80.000 nouveaux diplômés tous les ans, les demandes d'emploi resteront largement excédentaires au cours des prochaines années.

Tunisie : taux de chômage



Graphique 18

Sources : ONEQ, ANEPI

Face à une population active de plus en plus éduquée, l'économie tunisienne n'a pas assez évolué sur le plan sectoriel (tableau 3). Certes, la part du secteur primaire dans le PIB a sensiblement diminué lors de la précédente décennie, mais les activités agricoles et de la pêche concentrent encore presque 20% de l'emploi. L'industrie manufacturière, dont le poids dans la richesse nationale est resté stable, est dominée par des activités (exportatrices) d'assemblage de pièces et de produits intermédiaires fabriqués ou conçus en dehors du pays (textile, industries mécaniques et électriques), dont les besoins en main-d'œuvre justifiant de diplômes universitaires sont limités. De même, dans le secteur des services marchands (50% du PIB), le poids des activités nécessitant des emplois très qualifiés, notamment le commerce et la restauration, est resté prépondérant. En outre, les

investissements étrangers se sont orientés essentiellement vers le secteur de l'énergie (50% sur la période 2006-11), secteur traditionnellement peu intensif en emploi, ou vers des industries manufacturières ne requérant là encore que peu de main-d'œuvre très qualifiée (graphique 19). De plus, le cloisonnement entre les régimes des zones franches, où sont concentrés la majorité des investissements étrangers, et le secteur « onshore » a limité les effets positifs potentiels en termes de transferts de technologie et donc de hausse de productivité.

Par ailleurs, une meilleure adaptation des formations supérieures aux besoins du secteur privé est également nécessaire pour réduire le chômage, dans la mesure où une grande partie des entreprises opérant dans le secteur des services à haute valeur ajoutée (finance, assurances et télécommunications) déclarent être bridées dans leur expansion parce que l'ingénierie ou des profils d'ouvriers qualifiés ne sont pas disponibles localement.

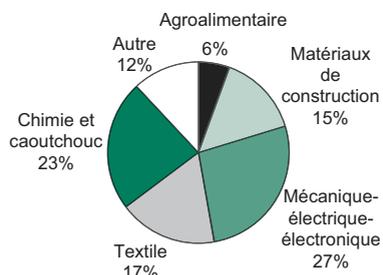
Tunisie : structure du PIB (en %)

	2000	2010
Agriculture et pêche	11,3	8,0
Industries manufacturières	18,5	18,4
dont :		
Textiles	5,6	3,6
Industries mécaniques et électriques	3,3	6,0
Industries non manufacturières	11,9	12,7
Services marchands	41,2	44,3
dont :		
Commerce	8,3	8,7
Hôtellerie et restauration	6,6	5,5
Communications	2,7	4,9
Organismes financiers	4,2	3,9
Services non marchands	17,1	16,7

Tableau 3

Source : INS, BNP Paribas

Tunisie : répartition des IDE dans le secteur manufacturier (2006-2011)



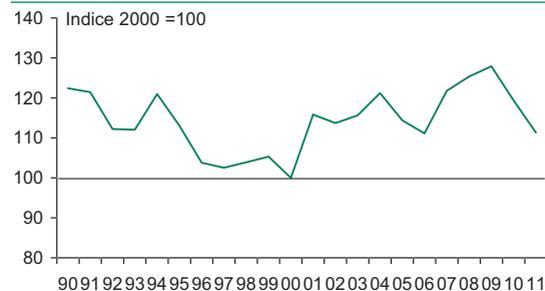
Graphique 19

Source : FIPA

L'intégration commerciale : vulnérabilité au cycle européen

Le commerce extérieur a été l'un des piliers de la croissance tunisienne depuis la fin des années 1990. La part des exportations dans le PIB a ainsi progressé de 12 points entre 2000 et 2011. Avec un taux d'ouverture (exportations + importations / PIB) supérieur à 100%, la Tunisie est désormais l'une des économies de la région les plus intégrées dans les échanges mondiaux (hors pays pétroliers). De plus, la composition des exportations a considérablement évolué lors de cette période avec la montée en puissance des exportations de produits des industries mécaniques et électriques, permettant à l'économie de regagner des parts de marché dans les échanges mondiaux (graphique 20) et de mieux s'ajuster aux chocs de demande portant sur un secteur spécifique (comme ce fut le cas lors du démantèlement de l'accord Multifibres en 2005).

Tunisie : part de marché des exportations en volume



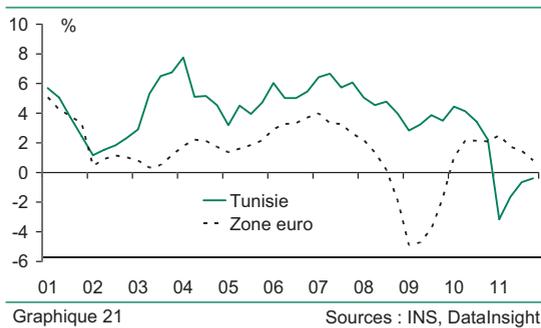
Graphique 20

Sources : FMI, BNP Paribas

En revanche, les résultats en termes de pénétration de nouveaux marchés sont restés assez médiocres. 75% des exportations tunisiennes se dirigent encore vers les pays européens (essentiellement Allemagne, France, Italie). 2/3 des investissements étrangers et plus de 80% des recettes touristiques proviennent également de la zone euro.

En conséquence, la corrélation au cycle européen est élevée (graphique 21). D'après le FMI, une variation d'un point de pourcentage du PIB réel de la zone euro se traduit par une variation de 0,6 point de pourcentage du PIB réel de la Tunisie. Or, selon les dernières prévisions FMI, même en ne prenant pas en compte l'année 2012, la croissance annuelle moyenne du PIB de la zone euro au cours des cinq prochaines années serait d'environ 1 point de pourcentage inférieure à celle de la période 2004-2007 (avant la crise financière), c'est-à-dire un « manque à croître » cumulé pour la Tunisie de 3%.

Tunisie : taux de croissance



Or, avec une population de 10 millions d'habitants et un revenu par tête encore relativement faible (4 350 dollars), le marché domestique tunisien risque de ne pas être assez dynamique pour compenser le « trou d'air » de croissance du principal partenaire commercial. En outre, si des potentialités existent pour pénétrer de nouveaux marchés, notamment en Afrique francophone et dans le Maghreb, cela prendra du temps, en raison d'un grand nombre de barrières tarifaires et non tarifaires (au contraire de la zone euro où un accord d'association est en vigueur depuis 1998).

L'économie tunisienne pourrait donc avoir du mal à retrouver un sentier de croissance soutenue des années ayant précédé la révolution de jasmin. Dans un contexte d'incertitudes fortes sur les flux futurs d'investissements étrangers en raison du manque de visibilité sur l'évolution de la situation politique, l'équilibre des comptes extérieurs pourrait également devenir plus précaire, avec de possibles conséquences défavorables sur le climat des affaires et donc en retour sur les perspectives économiques.

Alors que les transitions politiques semblent s'éterniser en Egypte et en Tunisie, les économies des deux pays phares du « Printemps arabe » se trouvent dans une situation délicate. Les bouleversements politiques n'ont pas provoqué de crise économique majeure. Cependant, avec le ralentissement de l'activité et le creusement des déficits budgétaires et externes, de conjoncturels, les déséquilibres pourraient devenir structurels. Dans ce contexte, la capacité à relever le défi du chômage des jeunes risque d'être réduite pour un certain nombre d'années. Un soutien extérieur massif et rapide paraît donc indispensable pour que l'incertitude politique actuelle, propre à tout processus de transition, ne réduise pas à néant les espoirs portés du « Printemps arabe ».

Achévé de rédiger le 1^{er} juin 2012
stephane.alby@bnpparibas.com
pascal.devieux@bnpparibas.com

Version électronique consultable avant
l'édition papier sur :
<http://economic-research.bnpparibas.com>
Rédacteur en chef : Philippe d'Arvisenet



NOTES

¹ 2/3 des investissements étrangers, 76% des exportations et plus de 80% des recettes touristiques et des transferts financiers de la diaspora tunisienne proviennent de la zone euro. En conséquence, le FMI estime qu'une variation de 1 point du PIB réel de la zone euro entraîne une variation de 0.6 point du PIB réel de la Tunisie.

² Les sorties au titre des opérations de portefeuille ont atteint USD 10,4 milliards en 2011.

³ En 2011, les entrées nettes d'IDE ont été légèrement négatives (USD -0,48 milliard) à comparer au solde positif de USD 6,3 milliards en 2010.

⁴ Le besoin de financement extérieur est estimé à USD 10,7 milliards pour 2012/13 selon le FMI.

⁵ Cette estimation est certainement à revoir à la hausse depuis début 2011, étant donné la hausse du taux de chômage liée au ralentissement important de l'activité.

⁶ Selon l'analyse sur la compétitivité des économies du World Economic Forum (édition 2011/12), étant donné la position de l'Égypte en termes de développement (intermédiaire entre une « économie de facteurs de production » et une « économie d'efficacité des facteurs »), l'environnement économique paraît être une contrainte forte à la compétitivité égyptienne. Par ailleurs, selon cette enquête, l'inadaptation de la main-d'œuvre au marché du travail et l'accès au financement sont les contraintes principales à la conduite des affaires.

⁷ R Al-Mashat et A Billmeier (2007), « The monetary transmission mechanism in Egypt », FMI Working Paper 07/285.

⁸ O.A. Helmy (2008), « The impact of budget deficit on inflation in Egypt », ECES, Working Paper 141.

⁹ La dette publique va continuer d'augmenter en valeur mais aussi en pourcentage du PIB sous l'effet d'une hausse régulière des dépenses récurrentes (intérêt de la dette, salaires et subventions comptent pour près de 70% des dépenses totales (année budgétaire 2010/11)) et d'une faible progression attendue des recettes (difficulté de mise en œuvre d'une réforme fiscale et relative incertitude quant au produit des rentes d'hydrocarbures et du Canal de Suez).

¹⁰ Banque mondiale 2007, « Access to finance and economic growth in Egypt »

Banque mondiale 2011, « Financial Access and Stability : A Road Map for the Middle East and North Africa ».

¹¹ Selon la même étude, 36% des grandes entreprises disposent d'une ligne de crédit contre 13% pour les PME.

¹² Selon les statistiques officielles, en 2009, le taux de chômage parmi les diplômés du supérieur était de 18% contre 9% pour la moyenne nationale (Reda, 2012).

¹³ Sur la période 2000-2011, le nombre des actifs ayant un diplôme d'étude supérieur a augmenté à un rythme quatre fois plus rapide que celui de la population active.



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

<ul style="list-style-type: none"> • Philippe d'ARVISENET Chef Economiste 	+33.(0)1.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
---	----------------------	------------------------------------

ECONOMIES OCDE

<ul style="list-style-type: none"> • Jean-Luc PROUTAT Responsable 	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Alexandra ESTIOT Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada 	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Hélène BAUDCHON France, Belgique, Luxembourg 	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Frédérique CERISIER Finances publiques, institutions européennes 	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Clemente De LUCIA Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation 	+33.(0)1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Thibault MERCIER Espagne, Portugal, Grèce 	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Caroline NEWHOUSE Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications 	+33.(0)1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Catherine STEPHAN Allemagne, Autriche, Suisse - Marché du travail 	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Raymond VAN DER PUTTEN Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraite 	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

<ul style="list-style-type: none"> • Laurent QUIGNON Responsable 	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Delphine CAVALIER 	+33.(0)1.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Céline CHOULET 	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Laurent NAHMIAS 	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

<ul style="list-style-type: none"> • François FAURE Responsable 	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faire@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Christine PELTIER Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam 	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Stéphane ALBY Afrique francophone 	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Sylvain BELLEFONTAINE Amérique latine, Turquie - Méthodologie 	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Pascal DEVAUX Moyen-Orient - Scoring 	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Anna DORBEC Russie et autres pays de la CEI 	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Hélène DROUOT Asie 	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Jean-Loïc GUIEZE Afrique anglophone et lusophone 	+33.(0)1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Johanna MELKA Asie - Flux de capitaux 	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Valérie PERRACINO-GUERIN Amérique latine 	+33.(0)1.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Alexandre VINCENT Europe centrale et orientale 	+33.(0)1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com

<ul style="list-style-type: none"> • Michel BERNARDINI Contact Média 	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com
--	----------------------	----------------------------------



NOS PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.

Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquelles elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Déclaration de l'analyste : Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume-Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

Bulletin édité par Les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 - Internet : www.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Baudouin Prot
Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Juin 2012
ISSN 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application iPad EcoNews.



<http://economic-research.bnpparibas.com>

