

# Perspectives



## La fin du pacte fiscal européen

11 Décembre 2018

Jean-Jacques Ohana, Responsable de la gestion d'actifs YCAP AM

Lundi dernier, en une dizaine de minutes de discours, le Président de la République, Emmanuel Macron a enterré, sans le dire, le pacte fiscal européen.

Le cout des mesures annoncées pour tenter d'apaiser la colère des Gilets Jaunes (hausse du SMIC de 100 euros, exonération des charges sur les heures supplémentaires, prime de fin d'année exonérée et exonération de la CSG sur les retraites inférieures à 2000 euros) est évalué à 11 milliards d'euros, en incluant l'annulation de la taxe carbone.

Corrélativement, la croissance française devrait baisser de 0,1% à 0,2% cette année et subir l'impact du ralentissement mondial l'année prochaine, ce qui porterait le déficit en France à 3,6% en 2019, selon le journal [les Echos](#).

Rappelons que l'estimation du déficit budgétaire, envoyé à la Commission Européenne, était encore de 2,8% la semaine dernière. Même si nous incluons les mesures d'économies de 3 à 4 milliards d'euros annoncées par Bercy, cela ramènerait le déficit budgétaire français à 3,5% en 2019, très au-delà du plafond de 3%.

La réaction de la Commission Européenne ne s'est pas fait attendre selon les mots de son Vice-Président Valdis Dombrovskis : « Nous surveillons de près les possibles nouvelles mesures annoncées, mais nous ne pouvons faire aucun commentaire avant qu'elles aient été formellement annoncées et détaillées ».

Il est à prévoir que la Commission Européenne ne pourra pas se montrer intransigeante avec l'Italie et laxiste avec la France. Soit l'Italie ne fait pas l'objet de procédures de sanctions... comme la France, soit la deuxième et la troisième économie de la zone euro seront sanctionnés. A défaut, le pacte budgétaire risquerait d'être décrédibilisé. Or, l'Europe est un édifice technocratique qui tire sa légitimité des règles communes. Si les pays membres enfreignent les règles, c'est tout l'édifice qui est menacé.

Le Président Emmanuel Macron l'avait sûrement déjà acté mais toute réforme de mutualisation des risques en zone euro sera renvoyée aux calendes grecques. Or, les euro bonds adossés à un budget européen et la garantie mutuelle des dépôts sont deux réformes indispensables à la stabilité financière de la zone euro.

Ces réformes n'auront certainement pas lieu, car la défiance entre les pays créditeurs et débiteurs (dont la France fait officiellement partie) va s'accroître. Le spread France / Allemagne s'établit désormais à 46 bps, son plus haut niveau depuis l'élection présidentielle d'Emmanuel Macron, alors que dans le même temps, le spread Italie / Allemagne vit une accalmie autour de 280 bps.

# Perspectives

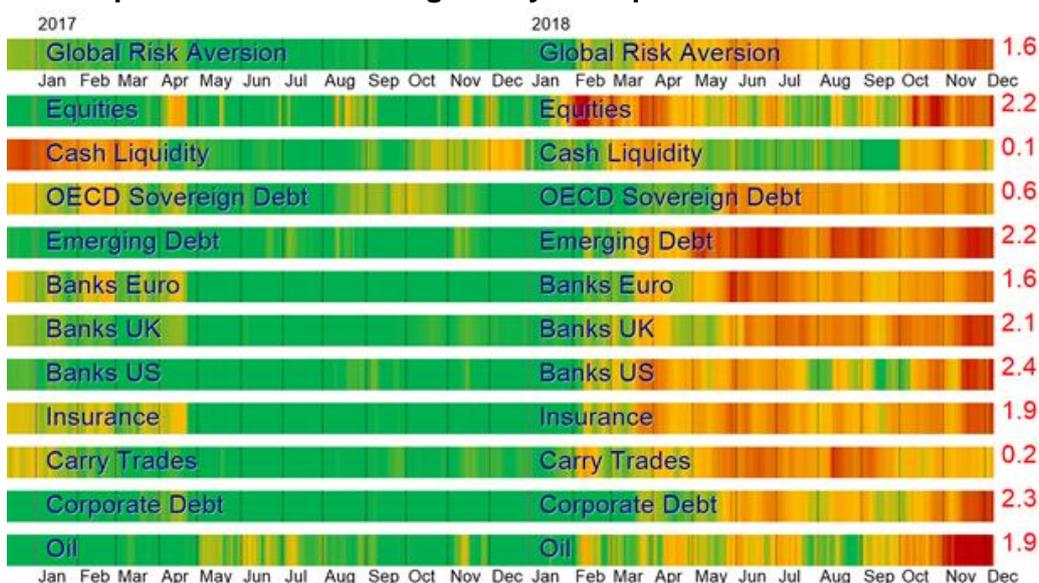
## Spread Italie / Allemagne et Spread France / Allemagne (double échelle)



source : *Bloomberg*

Concernant la conjoncture des marchés, la liquidité est toujours tendue sur l'ensemble des nœuds du système financier.

### Heatmap financière des contagions systémiques



source : *Riskelia*

# Perspectives

La clé de sortie de crise sera l'évolution des marchés du crédit Corporate qui restent sous tension.

A ce jour, aucun signe d'accalmie n'est présent malgré le rebond des marchés d'actions.

## Spreads de crédit Corporate HY EUR et USD



source : Bloomberg

Sur le marché des changes, nous maintenons notre biais négatif sur l'euro face au dollar et également contre l'or dans un environnement de hausse des déficits budgétaires et de contraction de l'activité économique dans le monde.

Les Banques Centrales (et particulièrement la BCE) sont plus que jamais contestées dans leur choix de resserrement de la politique monétaire. Cette compétition donnera lieu à un concours de laideur qui sera aisément remporté par la zone euro au fil du temps, d'où la recommandation baissière sur l'euro. Cependant, le concours de laideur bénéficiera en définitive à l'or qui pourrait polariser l'intérêt des investisseurs en tant que réserve de valeur dans un contexte de rechute globale des taux d'intérêt.

# Perspectives

---

INFORMATIONS IMPORTANTES : Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles d'YCAP Asset Management et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement auprès d'YCAP Asset Management.