

# Perspectives Macro



## Quelques analyses pour tenter de décrypter un environnement où économie et marché s'expriment de façon contrastée

Paris, le 1er Mars 2019

Lionel Tangy-Malca  
Président YCAP AM

Chers Tous,

YCAP Asset Management complète désormais sa note bi-hebdomadaire « Perspectives » par une lettre trimestrielle « Perspectives Macro » faisant intervenir des économistes reconnus, indépendants de ses opérationnels de gestion.

L'objectif de cette revue est de fournir une analyse macro-économique sur les enjeux susceptibles d'affecter la croissance.

Cette première édition vous propose un article sur la **conjoncture financière globale** avec un focus sur le revirement de politique monétaire de la Fed (Jacques Adda). Le second article porte sur le **risque de « no deal » et ses impacts potentiels sur le Royaume-Uni et l'Union Européenne** (Steve Ohana). Enfin, le dernier article concerne la **Chine**, avec une analyse prenant appui sur le surendettement privé, le « shadow banking », la relance budgétaire et monétaire, la guerre commerciale avec les US, l'affaire Huawei et ses implications (Jacques Adda).

A propos des auteurs :

- **Jacques Adda, PhD**, est l'auteur de *La mondialisation de l'économie – De la genèse à la crise* (La Découverte, 2012). Spécialiste des questions économiques et financières internationales, il a été chercheur à l'OFCE et enseigné entre autres à Sciences-Po et à l'Université de Bar-Ilan (Israël). Il a travaillé en tant que consultant pour l'OCDE et la Commission européenne ainsi que pour les réseaux GLG et TGR.
- **Steve Ohana, PhD**, Administrateur d'YCAP AM, est professeur associé de finance à l'ESCP Europe, expert en gestion des risques de matières premières et en gestion quantitative. Il exerce également en tant que chercheur dans ces domaines, publiant ses innovations dans des revues internationales. Il accompagne YCAP AM dans ses choix scientifiques et ses axes de recherche. Steve est diplômé de l'Ecole Polytechnique de Paris, il est également Docteur en Sciences de Gestion.

Nous vous souhaitons une bonne lecture et vous rappelons la disponibilité de nos équipes pour partager plus largement nos analyses de marché.

Lionel Tangy-Malca  
Président

# Perspectives Macro

## Les marchés en mode sursis

Par Jacques Adda, 26 février 2019

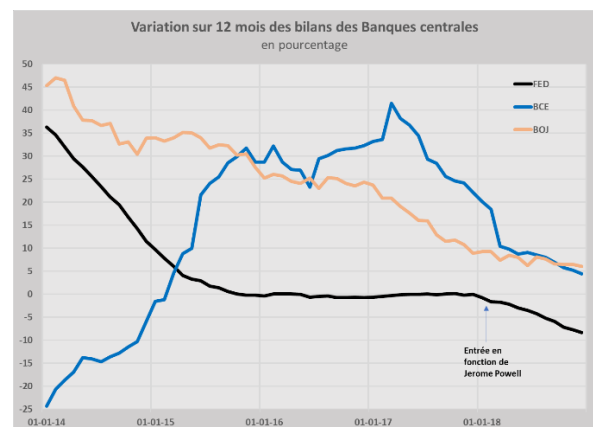
Tout le monde peut se tromper. C'est en substance le message transmis par la volteface historique de la Fed le 30 janvier. Celle-ci n'a pas tant capitulé face à la pression des marchés que réévalué l'information véhiculée par ces mêmes marchés et les signaux qui la corroborent au niveau de l'économie réelle. Certes, ceux-ci concernent davantage l'environnement international que l'économie américaine. *A priori*, le marché du travail américain affiche toujours le même dynamisme, malgré les 34 jours de *shutdown* de l'administration. Pour la première fois depuis dix ans, les salaires ont progressé aux Etats-Unis à un rythme annuel supérieur à 3% au dernier trimestre de 2018. Les signes de ralentissement sont cependant bien présents, qu'il s'agisse du déclin marqué de la confiance des consommateurs ou du tassement de l'immobilier. En l'absence de pressions inflationnistes, la Fed peut se permettre de temporiser, d'autant que les réductions d'impôts votées en décembre 2017 n'ont guère stimulé l'investissement et que leur impact devrait s'estomper puis s'annuler dans le courant de l'année 2019.

Plus que la conjoncture intérieure, c'est la dégradation rapide de l'environnement international et les tensions accumulées dans le système financier global qui semblent avoir motivé le revirement de la Fed. Que la Banque centrale américaine intègre dans sa fonction de réaction l'impact de ses décisions sur le reste du monde ne doit pas surprendre. En 1998, lorsque la crise asiatique a menacé de se propager au reste du monde, en 2013, lorsque l'annonce de la réduction des achats de titres par la Fed a déstabilisé les économies émergentes, et plus récemment encore en 2016, lorsque les turbulences financières en Chine ont conduit la Fed à différé la poursuite de la remontée des taux amorcée en décembre 2015, les autorités américaines ont clairement pris acte des implications de l'intégration financière mondiale sur l'économie américaine. Le plus surprenant dans le cas présent n'est pas tant l'inflexion opérée en janvier que le dogmatisme affiché en décembre, alors que la correction boursière approchait les 15% sur les marchés mondiaux et que les primes de risque sur la dette obligataire privée augmentaient dangereusement aux Etats-Unis.

Les signes de détresse financière apparus fin décembre appellent de ce point de vue une relecture de la trajectoire de l'économie mondiale et des secousses financières à répétition de l'année 2018. Celle-ci a été marquée par trois développements fondamentaux : le début du Quantitative Tightening (QT) aux Etats-Unis qui coïncide avec l'entrée en fonction de Jérôme Powell, l'accentuation du

ralentissement de l'économie chinoise et le début de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine. Ces trois développements constituent autant de ruptures par rapport aux conditions qui ont rendu possible, aux Etats-Unis mais aussi en Allemagne, la phase de hausse boursière la plus longue de l'histoire.

Lancé au début de 2018, le programme de QT est progressivement monté en puissance pour atteindre un rythme de 50 milliards de dollars par mois au dernier trimestre de 2018. En un an, le bilan de la Fed a été réduit de près de 400 milliards de dollars, soit environ 2% du PIB américain. S'ajoutant au ralentissement des achats de titres de la BCE et de la Banque du Japon (voir graphique), cette politique a provoqué un assèchement de la liquidité en dollars sur les marchés mondiaux. Au cours des neuf années précédentes, les bilans agrégés de la Fed, la BCE, la BOJ et la Banque d'Angleterre avaient augmenté de façon continue de 12% à 37% du PIB des quatre zones monétaires concernées, ajoutant 10 trillions de dollars à la liquidité mondiale. L'inversion de ce mouvement en 2018 est concomitante de l'augmentation de la volatilité sur les marchés déjà perceptible dans les secousses de février et mars.



Moteur de la croissance mondiale dans les années 2010, l'économie chinoise a subi en 2018 l'impact du tsunami réglementaire qui a frappé le système bancaire parallèle (*shadow banking*) dans le cadre des efforts d'assainissement financier entrepris par les autorités depuis l'automne 2017 (voir l'article consacré à la Chine). L'offensive tarifaire initiée par l'administration Trump n'a fait qu'aggraver la décélération rapide de l'activité du secteur privé en

# Perspectives Macro

minant la confiance des investisseurs et des consommateurs. Au-delà de son impact immédiat, l'avertissement d'Apple le 2 janvier sur la chute de ses ventes en Chine est symptomatique d'une tendance plus lourde de reconquête du marché intérieur orchestrée par le pouvoir central qui complète la stratégie de remontée des filières de production et d'indépendance technologique mise en œuvre au niveau industriel. La Chine ne se démarque pas seulement de son statut d'atelier du monde, elle se recentre sur elle-même comme en témoigne le recul continu de la part des importations dans le PIB de 24% au début de la décennie à 14% en 2018. L'âge d'or des multinationales en Chine est sur le point de se clore, un phénomène que la guerre commerciale avec les Etats-Unis ne fait que précipiter et qui est lourd de conséquences pour les profits des entreprises globalisées.

Conjuguées, l'affaiblissement marqué de l'activité en Chine et la contraction de la liquidité en dollars sur les marchés mondiaux ont pris à la gorge les économies émergentes, dont les entreprises sont endettées à hauteur de 94% du PIB en moyenne (hors Chine), un niveau désormais supérieur à celui des économies avancées. Avec un cinquième de leur dette (20% du PIB) contractée en devises, les entreprises concernées sont particulièrement exposées à la dépréciation des monnaies locales (près de 10% vis-à-vis du dollar en 2018 en moyenne). Selon le McKinsey Global Institute, entre 20 et 25% des obligations émises par les entreprises au Brésil, en Chine et en Inde présentent un risque élevé de défaut de paiement. La remontée des taux d'intérêt américain et la montée des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine ont sapé la confiance des investisseurs au moment même où le ralentissement chinois déprimait les exportations.

L'onde récessive nettement perceptible sur les données d'échanges commerciaux de l'ensemble de la région asiatique n'a pas tardé à se propager sur les marchés de produits de base (pétrole et métaux notamment) et vers l'Europe, où la croissance est revenue d'un rythme annuel de 2,7% tout au long de l'année 2017 à moins de 1% fin 2018. Si le freinage brutal de la croissance européenne s'explique largement par l'affaiblissement de la demande mondiale, il est particulièrement spectaculaire en Allemagne où le secteur de l'automobile est confronté à des difficultés spécifiques (adaptation aux normes anti-polluantes européennes) qui s'ajoutent aux inquiétudes suscitées par la perspective d'un Brexit dur et de sanctions commerciales américaines. Il est surtout inquiétant en Italie où l'économie est à nouveau en récession, ce qui augure mal des conditions de financement de la dette italienne cette année, sans parler du nouveau bras de fer qui s'annonce avec la Commission européenne.

Au risque de mettre sa crédibilité en question, la Fed a réussi, au moins momentanément, à stopper le mouvement de déflation financière globale amorcé à l'automne. Si une pause dans la remontée des taux était déjà acquise depuis le discours de Powell le 4 janvier, le langage employé et en particulier la mention de la montée des risques à l'échelle globale ont laissé entrevoir la possibilité d'une baisse des taux en 2019. Surtout, en signalant que la normalisation de son bilan pourrait ne plus s'opérer en mode « pilotage automatique », en d'autres termes que la phase de Quantitative Tightening (QT) pourrait prendre fin plus tôt que prévu, la Fed a éliminé l'un des facteurs majeurs d'incertitude sur les conditions du refinancement en dollars des débiteurs, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Chine et sur les autres marchés émergents, provoquant le retour de la liquidité sur les segments les plus risqués des marchés mondiaux.

L'euphorie du mois de janvier, visible dans le rebond des bourses et la résorption des primes de risque, ne marquera cependant un retour à la normale que si les autres majeurs facteurs de risque (conclusion positive des négociations sino-américaines, désamorçage de la bombe d'un Brexit dur, absence de dérapage des taux italiens) ne se concrétisent pas et si le début de contamination de la sphère réelle par la déflation financière peut être stoppé. Les mesures de relance prises en Chine sont de ce point de vue rassurante, même si leur ampleur reste limitée par rapport au soutien apporté à l'économie en 2016. Si les marges de manœuvre budgétaire sont restreintes dans la zone euro (sauf en Allemagne où elles ont peu de chance d'être exploitées), la BCE pourrait compenser l'impact de l'arrêt de l'assouplissement quantitatif par de nouvelles injonctions de liquidité dans le système bancaire (refinancement des 1,5 trillions d'euros arrivant à maturité en 2019 dans le cadre de ses opérations de refinancement à long terme ou LTRO).

Pour autant, les marges de progression des bourses sont clairement limitées par les révisions répétées à la baisse des perspectives de profit des entreprises. Celles-ci accusent le coup en effet du ralentissement du commerce mondial dans un contexte d'incertitude prolongée sur le degré d'ouverture des marchés et de décélération synchronisée de l'activité aux Etats-Unis, en Europe et en Chine. Le retour de l'optimisme sur les conditions de la liquidité mondiale est synonyme de reprise de l'endettement, alors même que les encours de dette à l'échelle mondiale se situent à des niveaux records pour les Etats et les entreprises et que la capitalisation boursière aux Etats-Unis dépasse en pourcentage du PIB son sommet historique de 2000. Le pari de la Fed dans ces conditions est celui d'un *soft landing* de l'économie américaine, accompagné par un desserrement préventif des conditions financières. Il demandera pour être gagné une dose de coopération à l'échelle mondiale dont les développements récents ne semblent pas annonciateurs.

# Perspectives Macro

## Focus sur le Brexit et le risque du « no deal »

Par Steve Ohana, 26 février 2019

### Le scénario du « no deal » est en réalité plus probable que les marchés ne semblent l'anticiper

Les dirigeants européens ont toujours donné l'habitude, depuis le début de la crise des dettes périphériques en 2010, de « résoudre » leurs désaccords – ou de trouver au moins des subterfuges pour en reporter la résolution- juste avant l'heure fatidique : il en fut ainsi par exemple de la crise grecque à l'été 2015, où une capitulation du Premier Ministre grec Alexis Tsipras est intervenue à la dernière heure pour que la Grèce se voie octroyer un nouveau prêt et se maintienne dans l'euro. A moins de deux mois de l'expiration de la période de deux ans qui a suivi le déclenchement de l'Article 50 par le Royaume-Uni (RU), [le marché des changes](#) comme celui des paris en ligne montrent une grande complaisance des acteurs économiques par rapport à la probabilité d'une sortie du RU sans deal le 29 mars 2019. Ainsi comme le montre la Figure 1, la probabilité du no deal est cotée autour de 25% par la plateforme de pari SMarkets, alors qu'elle était de 50% en octobre 2018.

Mais il est possible que les acteurs économiques financiers soient en l'espèce victimes d'un biais cognitif aux conséquences potentiellement lourdes. En effet, à la grande différence de la crise grecque, où le scénario d'une sortie de l'euro impliquait un changement légal très important (émission d'une nouvelle monnaie, redénomination des dettes publique et privée etc.) auquel la Grèce n'était visiblement pas du tout préparée, le RU, en l'absence de solutions alternatives, doit, *du strict point de vue légal*, sortir de l'UE le 29 mars 2019. La question qui se pose n'est donc plus celle de savoir si le RU sortira ou non de l'UE, mais plutôt celle de savoir si cette sortie se produira dans le cadre d'un accord de transition ou non.

Or, lors du « meaningful vote » organisé à la Chambre des Communes le 16 janvier, le projet d'accord de transition négocié par May et les négociateurs européens a été rejeté par un écart record de 230 voix.

Cette configuration tout à fait particulière ne laisse que trois options possibles : nouveau deal accepté par le Parlement d'ici le 29 mars 2019, extension de l'Article 50 au-delà du 29 mars, ou sortie sans deal le 29 mars 2019.

Examinons en premier lieu les possibilités de renégociation du deal actuel. Le principal obstacle à la ratification par la Chambre des Communes est le « backstop irlandais », dont le but est d'éviter l'apparition d'une frontière dure entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord. En effet, ce backstop signifie qu'en cas d'échec des deux parties à trouver une solution pour le problème irlandais avant décembre 2020, le RU se retrouvera « prisonnier » de l'union douanière européenne, ne pouvant signer d'accord commercial avec des pays hors de l'UE, et ne pouvant sortir de cette situation qu'avec l'accord de l'UE. C'est une pilule trop dure à avaler pour les 111 députés conservateurs « Brexiters ». Un autre souci posé par le backstop est qu'il remet en cause l'intégrité du RU, faisant de l'Irlande du Nord une sorte d'annexe de l'UE sur le plan réglementaire, une situation inacceptable pour les députés unionistes irlandais (parti DUP) grâce auxquels May dispose aujourd'hui de sa majorité.

La Chambre des Communes a adopté le 29 janvier un amendement visant à remplacer le backstop irlandais par des « arrangements alternatifs » dans le projet de deal actuel conclu par Theresa May. Cependant, Donald Tusk, Jean-Claude Juncker, Emmanuel Macron, Michel Barnier (menant les négociations du Brexit pour le compte de l'UE) et le Premier Ministre irlandais ont immédiatement fait savoir que le deal actuellement sur la table était le seul possible<sup>1</sup>. Comme l'explique Wolfgang Munchau (EuroIntelligence), il est maintenant très coûteux politiquement pour les grands pays de l'UE de renoncer au backstop irlandais (ou d'en adoucir les conditions pour le RU) car cette « trahison » envers la République d'Irlande écornerait encore davantage la confiance- déjà entamée par la crise des dettes périphériques et la crise migratoire de

<sup>1</sup> En tout cas, l'accord de retrait incluant le backstop ne serait pas pour l'heure modifiable, seule la déclaration politique accompagnant l'accord de retrait (avec une valeur légale moins contraignante que l'accord de retrait) pourrait inclure quelques formules visant à rassurer les Parlementaires britanniques sur la bonne volonté de l'UE dans les négociations futures sur l'accord permanent.

# Perspectives Macro

2015- des petits pays envers les grands pays de l'UE. Les possibilités de renégocier le deal actuel sous une forme à la fois acceptable pour l'UE et la Chambre des Communes britannique paraissent donc très minces.

Attardons-nous maintenant sur les possibilités d'extension de l'Article 50. Cette extension est possible mais se heurte à deux obstacles importants. D'une part, les prochaines élections européennes doivent se dérouler en mai 2019. Si le RU n'a pas quitté l'UE d'ici là, il devra présenter des candidats à ces élections. Il est théoriquement possible que les élus britanniques cèdent ensuite leur siège à des élus d'autres pays, mais seulement à la condition que le RU sorte au plus tard en juillet 2019, date limite d'une possible extension selon Emmanuel Macron. Une deuxième difficulté posée par cette extension est son coût politique pour l'UE. L'UE a toujours dit clairement que cette extension n'était pas souhaitable et ne pourrait être obtenue que si elle avait pour but de finaliser un accord en voie d'être ratifié par le Parlement Britannique. Le « meaningful vote » organisé à la Chambre des Communes le 16 janvier laisse peu d'espoir à ce sujet. L'UE pourrait également avoir intérêt à une extension dans la perspective de l'organisation d'un nouveau référendum (« People's vote »). Mais Theresa May, en accord avec la base du Tory Party, s'y oppose catégoriquement et on voit mal quel autre leader au sein des Tories pourrait aujourd'hui la remplacer sur une ligne plus europhile. Certes, le très eurosceptique Jeremy Corbyn, après des mois de tergiversations, vient de se déclarer en faveur de cette solution, soutenue par la base du Labour Party. Cependant, à l'heure actuelle, aucune majorité trans-partisane ne s'est dessinée à la Chambre des Communes pour forcer l'organisation d'un nouveau référendum (comme nous allons le voir plus bas, il n'est même pas possible de réunir une majorité aujourd'hui pour contraindre le gouvernement à demander à l'UE une prolongation de l'Article 50 en cas d'échec des négociations avant le 29 mars 2019...). Une extension de l'Article 50 dans le contexte actuel apparaîtrait donc comme une concession majeure de l'UE, qui ne pourra être interprétée par la partie britannique que comme une reculade des négociateurs européens face à la perspective du no deal.

Analysons justement à présent la solution du « no deal ». Un amendement, présenté par la députée Tory Dame Caroline Spelman visant à rendre impossible le no deal en cas d'échec des négociations avant le 29 mars, a été adopté le 29 janvier par 318 voix contre 300 à la Chambre des Communes. Mais cet

amendement est non contraignant sur le plan légal et tous les amendements contraignants visant à obliger Theresa May à demander à l'UE une extension de l'Article 50 en cas d'échec des négociations avant le 29 mars (ceux du parti écossais SNP, de Yvette Cooper, Rachel Reeves), n'ont pu être ratifiés par la Chambre des Communes, du fait de l'unification du Tory Party sur une stratégie de négociation plus dure vis-à-vis de l'UE.

Ainsi, même si une majorité de députés britanniques est personnellement opposée au no deal, il n'existe à l'heure actuelle aucun mécanisme clair permettant de désactiver cette issue, qui constitue le scénario par défaut : pas de possibilités immédiates de renégociation du backstop avec l'UE, pas de majorité au Parlement pour contraindre légalement Theresa May à étendre l'article 50, fort coût politique pour l'UE à accorder une extension au-delà de juillet 2019, opposition de Theresa May (ainsi que de la base du Tory Party et d'une majorité de députés) à un nouveau référendum, difficulté pour le Labour Party de réunir à la Chambre des Communes une majorité favorable au déclenchement de nouvelles élections.

Les deux seules possibilités à l'heure actuelle pour éviter le no deal fin mars 2019 (ou juillet 2019 en cas d'extension de l'Article 50), seraient l'assouplissement de la position de l'UE sur le backstop – un scénario qui paraît aujourd'hui très improbable- ou la démission de May en cas d'impasse des négociations à l'approche du 29 mars. Mais, même dans ce cas, May pourrait ne pas être vraiment contrainte de démissionner si elle entrevoit la possibilité d'unifier son parti autour du no deal, en mettant par exemple les parlementaires devant l'alternative suivante : no deal ou nouvelles élections. Il serait alors probable qu'un grand nombre de députés britanniques « Remainers » se rallient à la solution du no deal pour éviter de nouvelles élections, dans le but de préserver à la fois leur propre place ainsi que l'unité du Tory Party.

On le voit, le scénario du no deal apparaît beaucoup plus probable que ne l'anticipent les analystes et les marchés



# Perspectives Macro

## Le « no deal » aurait des effets significatifs sur la croissance en Europe

Intéressons-nous à présent aux impacts potentiels de ce scénario probablement sous-estimé du no deal sur la croissance et sur les marchés.

Au niveau économique, les impacts d'une absence de deal sont d'abord d'ordre commercial et logistique : légalement, le RU n'étant plus soumis aux règles du marché commun européen, des tarifs ainsi que des contrôles de TVA et de conformité doivent théoriquement s'appliquer du jour au lendemain sur tous les flux de marchandises du RU vers l'UE (dans le sens inverse, le RU a déjà annoncé qu'il n'instaurerait pas de contrôles), avec des échanges devenus régis par les règles de l'OMC. L'impact est a priori asymétrique entre le RU et l'UE. En effet, les exportations du RU vers le reste de l'UE représentent 13% de son PIB tandis que celles de l'UE vers le RU représentent seulement 4% du PIB de l'UE (hors RU).

Les estimations des grands instituts de prévision macroéconomique sont assez peu alarmistes en ce qui concerne les impacts long terme. Ainsi, le FMI estime la perte de croissance consécutive à un « no deal » à près de 4% du PIB pour le RU et seulement 1.5% du PIB pour l'UE dans son ensemble à l'horizon 2030 (voir Figure 2). Cependant, l'impact est très contrasté suivant les différents pays : il est beaucoup plus important pour des pays très liés économiquement au RU (Irlande, Danemark, Pays-Bas, Belgique, République Tchèque). D'autre part, [l'impact est également très contrasté en fonction des secteurs](#) : les secteurs impliquant de fortes barrières non tarifaires (industries chimique et agroalimentaire) ou des chaînes de valeur complexes avec des passages nombreux de produits intermédiaires entre le RU et le reste de l'Europe (automobile, aéronautique) seront les plus impactés, avec un impact particulièrement important pour l'industrie automobile allemande déjà confrontée au ralentissement chinois et à la menace de sanctions commerciales de la part des Etats-Unis.

L'évaluation du FMI pour le RU est assez conforme - quoique moins pessimiste - sur les impacts long terme à [celle de la Bank of England, qui estime la perte du PIB associée au no deal dans une fourchette comprise entre 4.75 et 7.75% à l'horizon 2025.](#)

Cependant, [la BoE est beaucoup plus alarmiste en ce qui concerne les impacts court terme, avec un impact sur le PIB allant jusqu'à 8%, et une inflation estimée à](#)

[6.5% à son pic \(prévisions pour l'année 2019 pour le seul RU\).](#) La dévaluation de la livre (dévaluation qu'Andrew Goodwin, économiste à Oxford Economics, évalue à 10%, en termes effectif nominal) et la hausse brutale des tarifs sur les importations du RU en provenance de l'UE (45% du total des importations du pays) se répercuteraient en effet inévitablement sur les prix à la consommation. Ce choc d'offre, d'une ampleur sans équivalent pour un pays avancé depuis les crises pétrolières des années 1970, serait inévitablement suivie par une hausse des taux de la BoE, alors même que l'économie britannique serait affectée simultanément par un sévère choc négatif de demande, provoqué par une dégradation des conditions de financement et la hausse de l'incertitude.

## Les effets de second tour sont probablement plus forts pour la zone euro que pour le RU

Mais, au-delà de ces effets de « premier tour », il est peu probable que le FMI et les autres instituts de prévision aient correctement pris en compte les « effets de second tour » dans leurs estimations.

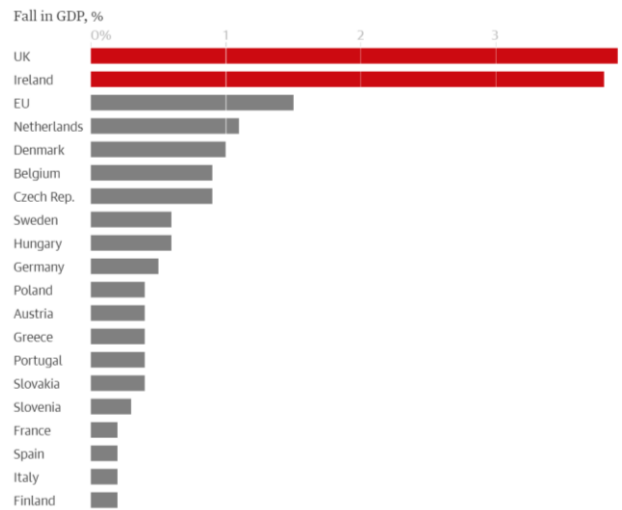
Ces effets de second tour seront probablement asymétriques dans le sens opposé, [du fait de la fragilité intrinsèque de la zone monétaire incomplète qu'est l'euro et du contexte d'extrême tension politique et de ralentissement économique dans lequel se trouve déjà la zone euro.](#) Tandis que le RU bénéficierait d'une dévaluation de la livre adaptée à l'ampleur du choc subi, les membres de la zone euro les plus affectés par le Brexit souffriront d'une dévaluation insuffisante de l'euro (en terme effectif) par rapport aux besoins de leur économie. De plus, les pays déjà en infraction par rapport aux règles budgétaires du pacte de stabilité seront entravés pour mener une relance budgétaire adaptée à la situation de leur marché de l'emploi, sans qu'aucune instance fédérale de stabilisation macroéconomique n'existe pour mener des transferts budgétaires entre pays de la zone euro. Enfin, si la crise atteint le système bancaire, via des effets sur le pourcentage de prêts non performants ou via une crise de financement bancaire sur les marchés, alors les pays de la zone euro dont le système bancaire nécessitera un sauvetage devront faire appel au Mécanisme de Résolution Unique (soumis à des règles de bail-in des créanciers) ou au Mécanisme de Stabilité Européen (soumis à des conditionnalités sur la mise en œuvre des « réformes structurelles ») pour recapitaliser leurs banques. Des désaccords probables

# Perspectives Macro

surviendraient entre pays du Nord et du Sud sur l'opportunité d'une reprise de la politique d'achat de dettes souveraines de la BCE, alors que la BCE a déjà atteint le plafond de 33% de détention de la dette publique allemande en circulation.

De nombreux problèmes politiques exigeraient une résolution urgente de la part de l'UE et du RU, comme par exemple le statut des ressortissants britanniques résidant dans l'UE et des citoyens de l'UE résidant au RU, les conditions de partage des données, la régulation des services financiers offerts par la City aux pays de l'UE, la coopération sécuritaire, scientifique et universitaire, l'établissement ou non de contrôles dans les points de passage sensibles comme celui de Calais, l'érection ou non d'une frontière dure ou non entre les deux Irlande (aucune des parties n'ayant intérêt, à court terme, à ériger de frontière) et, le cas échéant, entre la République d'Irlande et le reste de l'UE (si aucune frontière n'est établie entre les deux Irlande)... Tous ces sujets feront apparaître des conflits d'intérêt entre nations européennes, mais aussi en leur sein. De nouveaux désaccords s'ajouteront alors aux tensions déjà existantes au sein de l'UE : présence d'une coalition fortement eurosceptique en Italie, forte polarisation du débat politique européen entre « progressistes » et « nationalistes » à l'approche des élections européennes où les partis anti-immigration et eurosceptiques sont appelés à enregistrer de forts succès électoraux, désaccords sur la répartition des flux migratoires, sur la réforme de la zone euro, sur la réponse à donner aux demandes de Trump sur le commerce, sur la taxation des GAFAs... L'aggravation des tensions politiques internes à l'UE et à la zone euro fait partie des effets de second tour qui pourraient avoir des conséquences difficiles à évaluer, mais potentiellement significatives, sur la croissance, l'emploi et les bourses.

**Hard Brexit would inflict steeper economic losses for the UK and Ireland**



Guardian Graphic | Source: IMF

Figure 2 : impact du no deal pour différents pays de l'UE d'après le FMI à l'horizon 2030

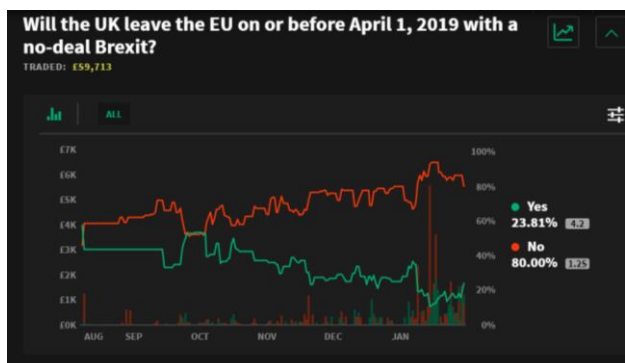


Figure 1 : probabilité du no deal impliquée par les cotations sur le site de paris en ligne SMarkets

# Perspectives Macro

## Chine : l'heure de vérité

Par Jacques Adda, 26 février 2019

Rien ne va plus en Chine. La lente décélération de l'économie, censée accompagner la transition vers un modèle de croissance moins dépendant de l'investissement et du crédit et plus centré sur la consommation et les services, s'est transformée au second semestre de 2018 en repli désordonné de l'ensemble des indicateurs d'activité, qu'il s'agisse des ventes au détail, des ventes de voitures (en recul sur l'année pour la première fois depuis près de 30 ans), des ventes d'appartements, des profits industriels, de l'investissement ou des échanges extérieurs. La bourse, encore mal remise du krach de 2015, a plongé de 30% sur l'année. Si l'incertitude créée par la menace d'une aggravation des sanctions commerciales américaines pèse sur les décisions économiques, les racines du ralentissement marqué de l'activité sont plus profondes et largement internes.

Depuis la reconduction de Xi Jinping à la tête du Parti communiste chinois à l'automne 2017, la Chine s'est engagée en effet dans une campagne d'assainissement financier visant à la fois à stabiliser le niveau de la dette en proportion du PIB et à réduire les risques financiers associés à l'essor spectaculaire du système bancaire parallèle (*shadow banking*). Bien que cette politique n'ait affecté qu'à la marge la croissance du crédit bancaire officiel, elle a réussi à assécher complètement les circuits de la finance parallèle, dont la croissance est devenue négative dès le premier trimestre de 2018<sup>i</sup>. Estimés à 10 trillions de dollars, soit 71% du PIB<sup>ii</sup>, les encours financiers du système bancaire parallèle financent principalement les entreprises privées, la majeure partie des crédits accordés par les banques étant dirigés vers les entreprises publiques (SOE). La finance parallèle alimente aussi les véhicules financiers (LGFV) créés à la suite de la crise financière de 2008 par les gouvernements provinciaux pour financer les investissements d'infrastructure massifs réalisés à la demande du pouvoir central. Responsables du développement économique mais limités dans leur capacité d'endettement, les gouvernements provinciaux ont eu recours à des financements hors bilan collatéralisés par le produit de la vente de terres. L'encours de la dette correspondante est estimé par le FMI à 27% du PIB<sup>iii</sup>.

Sevrés de financements internes, les entreprises privées sont par ailleurs exposées à la remontée des taux d'intérêt sur la dette en dollars et à la dépréciation du yuan (8% vis-à-vis du dollar en 2018). Avec une

dette égale à 140% du PIB, soit le double du niveau américain, les entreprises chinoises (hors LGFV) doivent faire face à des échéances d'amortissement d'un trillion de dollars en 2019. Selon la BRI, le service de la dette agrégée des entreprises et des ménages est proche de 20% de leurs revenus, le pic atteint par le Royaume-Uni à l'automne 2008. Confrontés à la multiplication des défauts de paiement, les marchés exigent des primes de risque de plus en plus élevées, portant les taux des titres en dollars sur les *junk bonds* de 6% au début de 2018 à 11% en fin d'année. L'offensive réglementaire contre la finance parallèle met aussi en difficulté les LGFV, dont les investisseurs ont longtemps assumé qu'ils bénéficiaient d'une garantie implicite des gouvernements provinciaux et donc du pouvoir central. Pékin s'emploie cependant à dissiper cette impression et à restreindre le soutien financier que ces entités pourraient recevoir des autorités locales en cas de défaut de paiement.

Moteur traditionnel de l'activité, l'investissement recule désormais en proportion du PIB tandis que la part des SOE dans l'effort d'investissement total, qui déclinait régulièrement depuis les années 1990, augmente à nouveau (35%). A l'origine d'un cinquième de la production industrielle du pays, les entreprises publiques sont réputées largement inefficaces, confrontées à des surcapacités de production massives (sidérurgie, ciment, aluminium, ...), et fonctionnent à perte (malgré les subventions qu'elles reçoivent) pour près de la moitié d'entre elles. Qu'elles retrouvent une place prédominante dans l'allocation du crédit et la stratégie de développement du pays témoigne de la volonté de reprise en main de l'économie par le pouvoir central mais laisse aussi mal augurer de l'évolution du potentiel de croissance dans les prochaines années.

Déterminées dans leur volonté de purger les excès du système financier, les autorités ne peuvent plus miser sur une relance de la consommation – la dette des ménages a doublé à plus de 50% du PIB en huit ans – ou de l'investissement privé pour stimuler l'activité. Elles ne sont pas dépourvues cependant de marges de manœuvre comme en témoignent les mesures de soutien adoptées dans les domaines monétaire (injections de liquidité dans le système bancaire et baisse du taux de réserve obligatoire des banques de cinq points en un an) et budgétaire (baisse des impôts et relance des travaux d'infrastructures, ferroviaires notamment, à hauteur de 2,6% du PIB). Loin d'être

<sup>i</sup> OCDE, Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2018.

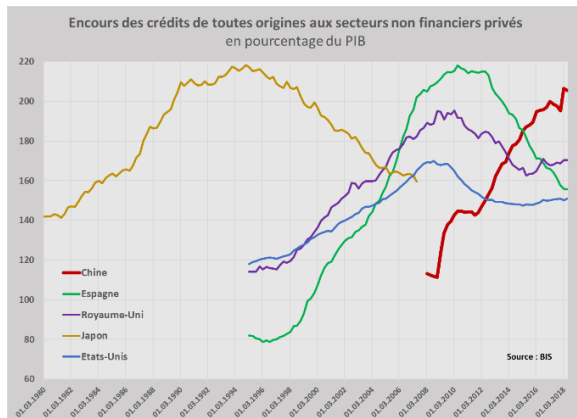
<sup>ii</sup> Voir Torsten Ehlers, Steven Kong and Feng Zhu, "Mapping shadow banking in China: structure and dynamics", BIS Working Papers No 701, February 2018.

<sup>iii</sup> FMI, People's Republic of China, 2018 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 18/240, Juillet 2018.



# Perspectives Macro

négligeables, ces mesures ne visent pas tant à booster la croissance qu'à la maintenir à flot (autour de 6%), quitte à mettre en sourdine pour un temps la campagne de désendettement lancée fin 2017.



L'annonce le 25 février du report de l'imposition des sanctions commerciales américaines – relèvement de 10% à 25% des tarifs déjà imposés sur la moitié de leurs importations en provenance de Chine – constitue de ce point de vue un soulagement, tant pour les autorités que pour les marchés. Tout autant que Donald Trump à un an du lancement de la campagne électorale, les autorités chinoises ont besoin d'un accord pour sortir l'économie de la spirale récessive dans laquelle elle s'est engagée au second semestre 2018. Pour autant, au-delà des concessions sur le rééquilibrage des échanges, elles pourront difficilement céder sur les changements structurels exigés par les Etats-Unis sans remettre en cause la nature même du modèle de développement chinois.

Inversement, un accord qui n'apporterait pas de réponses satisfaisantes sur les questions des transferts de technologie forcés, du respect de la propriété intellectuelle, des restrictions aux investissements étrangers y compris dans les domaines contrôlés par les SOE, des subventions en tous genres dont bénéficient les producteurs chinois et du contrôle de l'effectivité des engagements chinois, pourrait se retourner contre le président américain dans un contexte de soutien trans-partisan à une ligne de fermeté vis-à-vis de Pékin.

L'arrestation au Canada le 1<sup>er</sup> décembre de Meng Wanzhou, directrice financière de la société Huawei, à la demande de la justice américaine, et les accusations officielles d'espionnage portées le 28 janvier par le Département de la Justice contre le leader mondial des équipements télécoms (et du déploiement de la future 5G) ne sont pas moins significatives de ce point de vue que l'issue des négociations bilatérales. Plus que l'escalade tarifaire en effet, c'est la détermination de l'administration Trump à mettre un terme à ce qui est dénoncé comme un pillage technologique systématique de la part des entreprises chinoises et la remise en cause de leur participation dans les chaînes de valeurs globales qui constitue la menace la plus radicale pour l'économie chinoise. Un processus qui pourrait s'accélérer si Huawei est placée par le Département de la Justice sur la liste des entreprises étrangères placées sous embargo américain, bloquant l'accès du géant chinois aux logiciels et circuits intégrés américains.

## 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.

YCAP Asset Management S.A. à conseil d'administration au capital de 1.000.000€, SGP agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n°GP11000002 le 13 janvier 2011, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org). RCS Paris B 524 396 348, est située au 37 avenue Pierre 1er de Serbie 75008 Paris - [contact@ycap.fr](mailto:contact@ycap.fr)