

Perspectives Macro



Lionel Tangy-Malca
Président YCAP AM

Paris, le 17 Sept. 2019

Chers Tous,

YCAP Asset Management a le plaisir de vous adresser sa troisième publication trimestrielle, « Perspectives Macro », faisant intervenir des économistes indépendants.

Dans une large mesure, il sera question dans ce nouvel édito d'un monde où jamais le stock de titres à taux négatifs n'a atteint le niveau actuel.

Quel étrange environnement où des opérateurs souscrivent à des actifs qui promettent d'être, à terme, inférieur à leur valeur d'émission !

Seul le doute sur le potentiel de nos économies permet d'expliquer une telle situation. Il faut, en effet, imaginer un avenir très sombre pour accepter de s'exposer à des instruments financiers dont la perte est préméditée.

Rappelons, cependant, que les marchés ne suivent pas nécessairement les trajectoires de croissance et que le recours excessif aux actifs refuges trouvera, tôt ou tard, sa limite.

Nous vous invitons, à présent, à découvrir l'analyse économique de Jacques Adda* et vous rappelons la disponibilité de nos équipes pour partager plus largement sur notre lecture des marchés.

Jacques Adda, PhD, est économiste, auteur du livre « La mondialisation de l'économie – de la genèse à la crise » (La Découverte 2012). Il a été chercheur à l'OFCE, Maître de conférences à Sciences-Po Paris, et Maître assistant à l'université Bar-Ilan (Tel Aviv).

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

Le prix de la peur

Par Jacques Adda, 13 septembre 2019

La fin d'une époque

Rarement depuis les chocs monétaires et pétroliers des années 1970, l'incertitude sur la pérennité de l'ordre économique mondial n'a été aussi grande. Lors de la Grande crise financière de 2008, les effets de l'implosion du système bancaire parallèle aux Etats-Unis ont pu être amortis, entre autres, par la coordination des actions des principales Banques Centrales et le renforcement spectaculaire de la coopération internationale dans le cadre du G20. L'incertitude actuelle procède non pas de l'accumulation, pourtant visible, de déséquilibres financiers mais de la remise en cause des fondements du régime de croissance qui a émergé au tournant des années 1990 : ouverture croissante des économies, libéralisation des régimes d'investissement, élargissement du champ de la production internationalisée à l'Europe de l'Est, la Russie, la Chine et l'Inde, apogée du multilatéralisme avec l'adhésion de la Chine à l'OMC, créée quelques années plus tôt.

« L'incertitude actuelle procède non pas de l'accumulation, pourtant visible, de déséquilibres financiers mais de la remise en cause des fondements du régime de croissance qui a émergé au tournant des années 1990 »

Cet ordre international s'effondre aujourd'hui sous nos yeux. Même si la présidence de Donald Trump s'achevait en 2020 – une hypothèse qui commence à prendre corps si l'on en croit les sondages – les dommages causés à la crédibilité des engagements internationaux des Etats, et en premier lieu des Etats-Unis, ne seront pas facilement réversibles. La confiance, pilier invisible des transactions économiques de tous ordres mais aussi de la coexistence pacifique de nations aux régimes, idéologies et intérêts divergents, voire antagonistes, se construit sur la durée. Elle s'évanouit en un instant, comme en témoigne la

dégradation soudaine des relations entre le Japon et la Corée du Sud.

Les coups d'éclat du Président américain, aussi brouillons et bruyants qu'ils soient – et qu'ils soient justifiés sur le fond ou non – ne sont pas ici seuls en cause. A l'image de la séquence Thatcher – Reagan au tournant des années 1980, le tournant unilatéral de la politique internationale américaine a été précédé par un séisme non moins significatif à l'échelle européenne. Les conséquences du pari perdu de David Cameron lors du référendum britannique de 2016 ne touchent pas seulement le Royaume-Uni, qui aurait perdu 2 points de PIB en trois ans par rapport à son trend de croissance pré-référendum si on en croit les estimations courantes. La possibilité d'un rétablissement des barrières douanières entre l'UE et le Royaume-Uni – 12% des exportations de la zone euro, soit 2,4% de son PIB – déstabilise les chaînes de valeur existantes, dans l'automobile notamment, bloquant l'investissement des entreprises concernées. A cela s'ajoute la débâcle de la livre sterling qui a ramené la parité euro-pound à proximité de son sommet historique, pénalisant les exportateurs continentaux. Même en cas de nouveau report de l'article 50 au Royaume-Uni, la prolongation de l'incertitude constitue un obstacle majeur à un redressement de l'activité européenne, déjà très affectée par les ratés de son moteur allemand. Pour ne rien dire du chaos qui s'annonce en cas de « no deal » le 31 octobre.

Par ailleurs, l'offensive tarifaire américaine contre la Chine et les mesures qui l'accompagnent à l'encontre des entreprises chinoises ne relèvent pas seulement de l'arbitraire américain. Elle traduit le sentiment partagé par la majeure partie de la classe politique outre-Atlantique que la quête de puissance économique et technologique de la Chine s'inscrit désormais dans une stratégie de domination dont les contours dépassent de loin le cadre régional. Au pillage technologique des entreprises opérant en Chine et au cyber-espionnage systématique promu par les autorités chinoises s'ajoute de ce point de vue la mise en place d'un réseau d'institutions financières (Asian

Perspectives Macro

Infrastructure Investment Bank, New Development Bank), d'arrangements monétaires (Chiang Mai Initiative, BRICS Contingent Reserve Arrangement) et commerciaux (One Belt One Road Initiative) qui visent à jeter les bases d'un ordre économique nouveau dont la finalité hégémonique est transparente. L'assertivité croissante de la Chine en Mer de Chine, son armement accéléré, la surveillance numérique à laquelle elle soumet ses citoyens et la tutelle étroite qu'elle entend exercer sur l'administration de Hong Kong sont de ce point de vue indissociables du tournant dirigiste pris par le régime chinois depuis l'arrivée au pouvoir de Xi Jinping en 2012.

L'hyper-globalisation observée lors des deux décennies qui ont précédé la Grande crise financière était l'expression d'un jeu coopératif dans lequel les considérations de puissance semblaient passer au second plan par rapport aux bienfaits dispensés à l'ensemble des nations participantes (amélioration rapide des niveaux de vie dans les économies émergentes, baisse des prix des biens de consommation dans les économies avancées). Le processus de démondialisation qui l'a suivie traduit le retour en force des rivalités nationales dès lors que les perspectives ouvertes par la révolution technologique deviennent susceptibles de bouleverser les rapports de force existants. Un processus exacerbé par l'épuisement de la croissance et les effets cumulés sur quatre décennies de la fracture sociale ouverte dans les économies avancées par les forces conjuguées de l'automatisation et de globalisation.

L'onde récessive partie de Chine atteint les Etats-Unis

Partie de Chine fin 2017, l'onde récessive s'est propagée à l'Asie orientale et à la zone euro en 2018 et gagne désormais les Etats-Unis ([graphique 1](#)). Première touchée, l'industrie manufacturière subit à la fois l'impact du ralentissement chinois, l'incertitude générée par l'unilatéralisme et l'imprévisibilité croissante de l'administration Trump en matière de politique commerciale, et la désorganisation des chaînes de valeurs globales (CVG) associée à « l'effet Huawei » (voir [Lettre de juin](#)).

« Partie de Chine fin 2017, l'onde récessive s'est propagée à l'Asie orientale et à la zone euro en 2018 et gagne désormais les Etats-Unis »

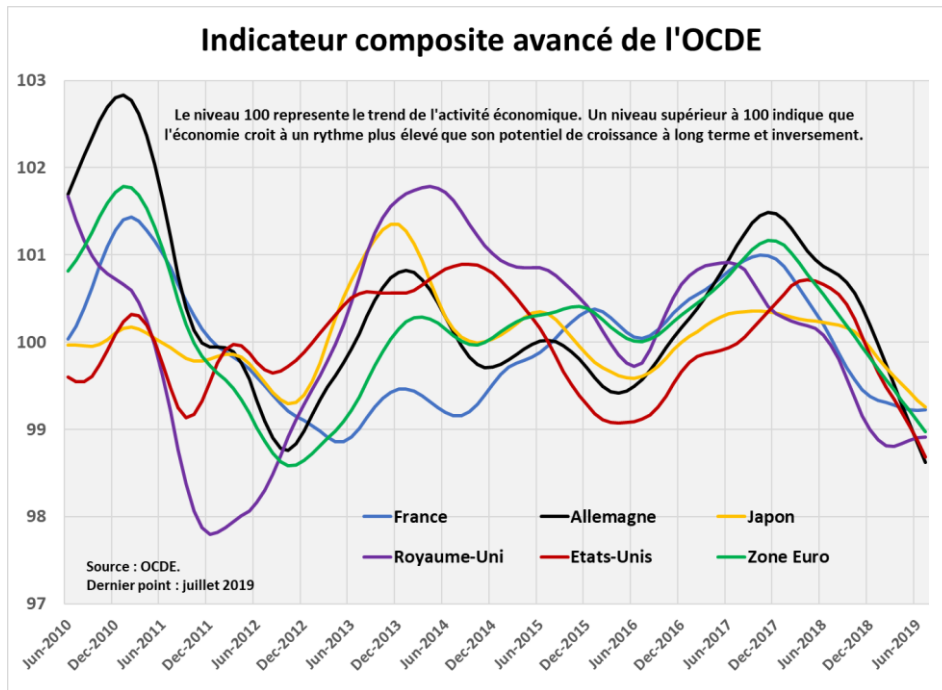
Selon les enquêtes d'activité résumées par les indices PMI (Purchasing Managers Index), la production manufacturière se contracte à l'échelle mondiale depuis mai 2019. La détérioration de la demande mondiale d'importation et la dégradation de la confiance pèsent sur les dépenses d'investissement des entreprises qui, selon certaines estimations, seraient entrées en territoire négatif à l'échelle globale. Si les services continuent de soutenir l'activité, les premiers signes de contamination du marché du travail commencent à se faire sentir comme le montre la réduction du nombre d'heures travaillées dans les entreprises en Allemagne mais aussi aux Etats-Unis.

Malgré un taux de chômage revenu à son plancher historique, la hausse des salaires réels demeure modérée dans ces deux pays (entre 1 et 1,5% en 2019). Encore cette progression risque-t-elle d'être amoindrie aux Etats-Unis par l'entrée en vigueur entre septembre et décembre 2019 des nouvelles mesures tarifaires prises par l'administration Trump ([graphique 2](#)). A la différence des précédentes, celles-ci affectent en effet les produits de consommation courante (vêtements, chaussures, jouets, électronique, etc.) et s'apparentent de fait à une taxe sur la consommation.

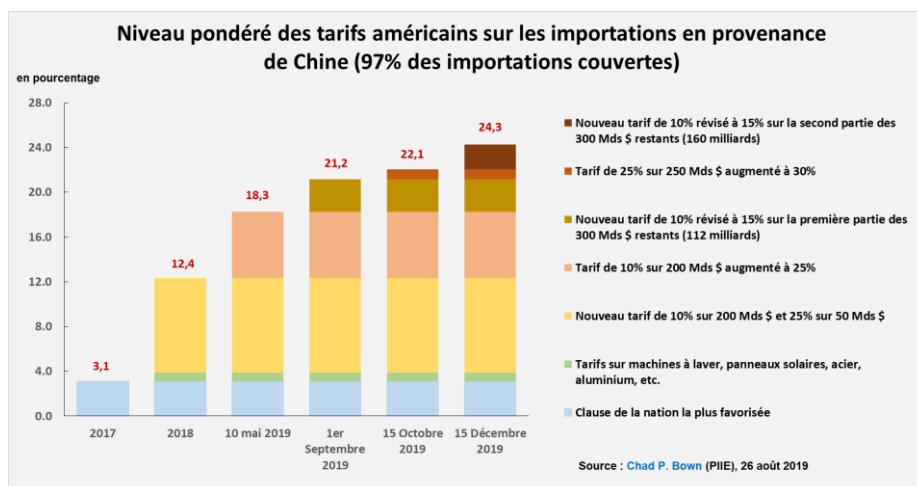
Plus insérée que les Etats-Unis dans les CVG et davantage exposée au commerce avec la Chine, la zone euro a subi de plein fouet la décélération brutale des échanges mondiaux au cours des douze derniers mois. D'un rythme annuel proche de 3% fin 2017, la croissance du PIB est revenue à tout juste 1% au premier semestre 2019. Sur l'année écoulée, elle est nulle en Italie et se limite à 0,4% en Allemagne, deux économies qui sont probablement entrées en récession au troisième trimestre 2019 ([graphique 3](#)).

Perspectives Macro

Graphique 1

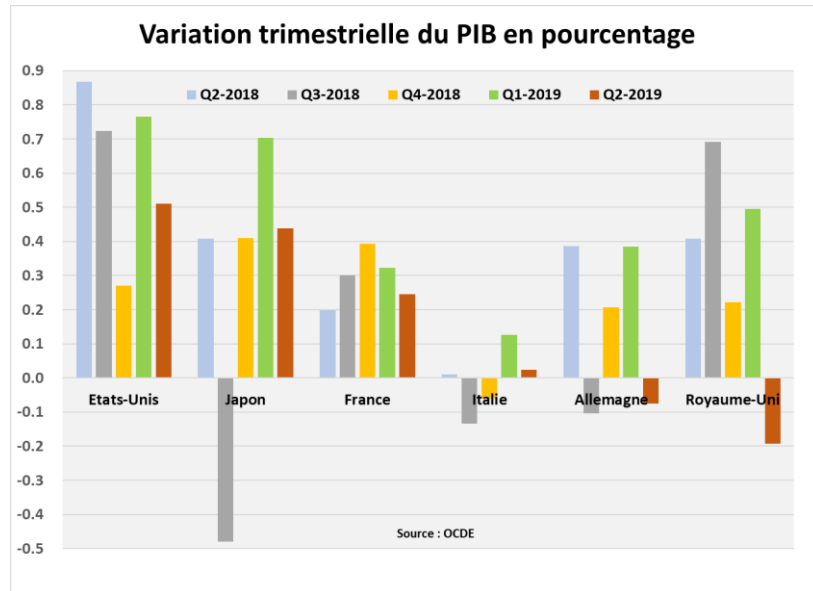


Graphique 2



Perspectives Macro

Graphique 3



L'Allemagne en particulier est fortement affectée par la contraction de la demande chinoise et l'incertitude concernant le marché britannique. L'un des moteurs de ses exportations, l'industrie automobile, a vu sa production chuter de 17% en douze mois, alors même qu'elle peine à assumer les nouvelles normes environnementales imposées par la Commission européenne.

Victime collatérale des mesures américaines à l'encontre de la Chine, la zone euro doit aussi composer avec les menaces tarifaires la visant directement (décision reportée par l'administration américaine à fin novembre) et la perspective d'un Brexit sans accord le 31 octobre. Si le risque politique italien semble écarté à court terme avec la formation d'une coalition anti-Salvini, la capacité du parlement britannique à bloquer la menace du Brexit dur agitée par Boris Johnson demeure limitée. Sauf accord de dernière minute au Conseil européen du 17 octobre, un nouveau report de trois mois de l'article 50 permettrait d'éviter le pire. Encore faut-il qu'il soit demandé par Boris Johnson et accepté par l'UE.

Aux Etats-Unis, la poursuite de l'expansion – désormais la plus longue enregistrée dans la période d'après-guerre – masque la nette décélération de la demande intérieure hors variations de stocks qui est

revenue de 3,8% en rythme annuel à l'été 2018 à 2,3% au printemps 2019. Outre l'industrie manufacturière dont la production recule depuis décembre 2018, le secteur de la construction qui joue un rôle central dans le cycle conjoncturel est lui aussi en récession. L'investissement immobilier se contracte depuis le début de 2018 et l'emploi du secteur décline depuis mars 2019. Autres signes annonciateurs d'un possible retournement conjoncturel, l'emploi temporaire dans le secteur des services régresse, de même que l'emploi dans le commerce de détail, déstabilisé par la montée du commerce en ligne. Différé par la relance budgétaire de décembre 2017 (2 points de PIB sur deux ans), le ralentissement de l'économie américaine a désormais une chance sur trois – le plus haut niveau depuis 2009 – de déboucher sur une récession au cours des douze prochains mois selon l'indicateur de la [Federal Reserve Bank of New York](#). Un indicateur qui a anticipé correctement toutes les récessions depuis 1980 chaque fois que son niveau a dépassé 30%.

Au total, des pans entiers de l'économie mondiale sont désormais en récession ou sur le point de l'être. Outre l'Italie, l'Allemagne et peut-être le Royaume-Uni en Europe, Hong-Kong et Singapour en Asie, l'activité recule dans les trois plus grosses économies latino-américaines (Brésil, Argentine et Mexique),

Perspectives Macro

auxquelles s'ajoutent la Turquie, l'Iran et l'Afrique du Sud. Ensemble, ces économies réalisent un cinquième du PIB global.

Le syndrome des taux négatifs ou le retour de la menace déflationniste

Clairement anticipé par les marchés obligataires, le retournement conjoncturel en cours s'accompagne d'une décreue spectaculaire des taux longs. Aux Etats-Unis, la quasi-totalité de la hausse des taux sur les titres d'Etat à 10 ans intervenue entre juillet 2016 (1,4%) et novembre 2018 (3,2%) a été effacée en moins d'un an. En Allemagne, la décreue commencée en février 2018 (0,8%) a ramené les rendements des Bunds à - 0,7% début septembre. Europe du Sud exceptée, la quasi-totalité des titres à 10 ans de la zone euro sont désormais assortis de taux négatifs. Signe des temps, les taux sur les obligations italiennes sont passés en dessous des taux américains en juillet dernier.

« Aux Etats-Unis, la poursuite de l'expansion – désormais la plus longue enregistrée dans la période d'après-guerre – masque la nette décélération de la demande intérieure hors variations de stocks »

En l'absence d'intervention des Banques Centrales sur les marchés obligataires, la baisse des taux longs doit être comprise par rapport aux deux variables clés que sont les anticipations d'inflation et de croissance. Si le niveau des taux longs est souvent déduit de celui des taux courts auxquels s'ajoute une prime de terme (rémunération supplémentaire demandée par les investisseurs selon la durée de leur placement), les anticipations sur les taux courts reflètent essentiellement les attentes quant à l'évolution du taux directeur de la Banque Centrale, attentes qui se forment elles-mêmes sur la base des anticipations d'inflation et de croissance. Lorsque la Banque

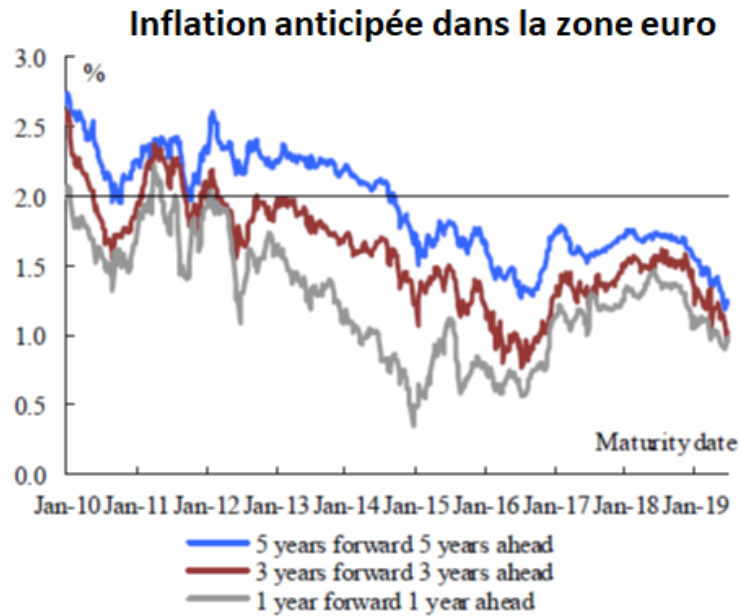
Centrale tarde à ajuster ses taux courts dans les phases de retournement de l'activité, ou bien lorsqu'elle s'emploie à maîtriser l'inflation en fin de cycle tandis que les investisseurs à long terme entendent déjà la récession qui approche, les taux longs peuvent passer en dessous des taux courts, comme on l'a vu récemment aux Etats-Unis et en Allemagne. L'inversion de la courbe des rendements signale alors la probabilité croissante d'une récession dans les deux ou trois semestres à venir.

En recul d'un point en un an dans la zone euro comme aux Etats-Unis, l'inflation s'éloigne de plus en plus de la cible de 2% visée par les Banques Centrales. Dans la zone euro, le redressement des anticipations inflationnistes permis par le programme de détente quantitative de la BCE à partir de 2015 a pratiquement été effacé au cours des douze derniers mois ([graphique 4](#)). Les prix à la production sont revenus d'un rythme annuel proche de 5% à l'été 2018 à moins de 0.2% en juillet 2019. Même tendance en Chine, où ils sont désormais négatifs. Dans le reflux généralisé des matières premières, l'indice des prix des métaux, qui suit généralement l'évolution de l'activité industrielle mondiale, accuse une baisse de 8% sur l'année écoulée. Depuis le mois d'avril, le cuivre a perdu 15% de sa valeur. Malgré la montée des tensions dans le Golfe persique, le prix du Brent a perdu 20% en trois mois.

Conjuguée à la décélération de l'activité, le retour des pressions déflationnistes à l'échelle globale permet de rendre compte de la baisse des taux longs. Comme le montre le [graphique 5](#), l'évolution des taux américains suit d'assez près celle de l'activité mondiale, évaluée par l'indice PMI manufacturier global établi par JP Morgan. Le décalage qui se forme entre les deux courbes en 2018 peut être attribué à la résilience de l'économie américaine face au retournement de l'environnement international. Stimulée en fin de cycle par une impulsion budgétaire majeure, la croissance américaine s'est accélérée, propulsant les taux à dix ans à plus de 3%, alors même qu'ils amorçaient leur déclin en Chine et en Europe.

Perspectives Macro

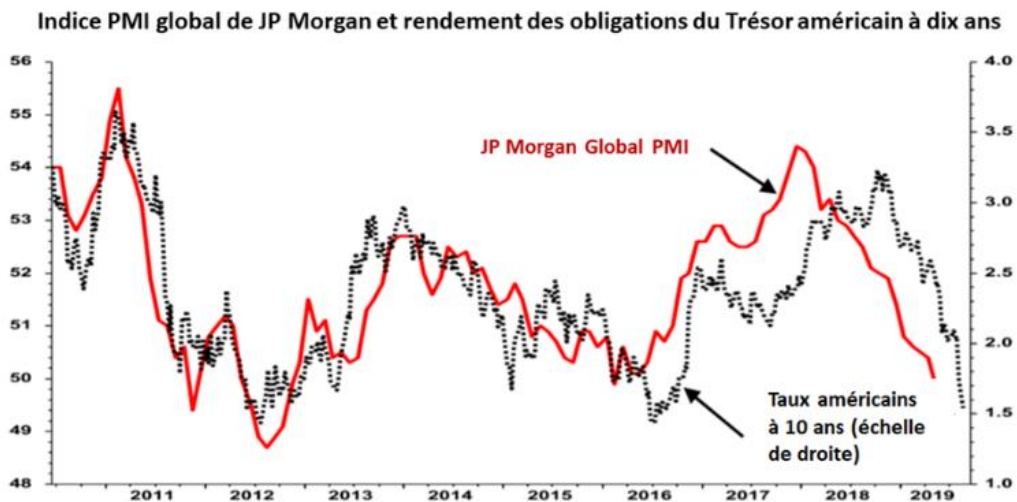
Graphique 4



Source: Bloomberg

Source : Commission européenne, July 2019

Graphique 5



Source: Datastream

Source : Albert Edwards (Société Générale), cité par John Authers, Bloomberg, 23 août 2019

Perspectives Macro

Inscrite dans la longue durée, la décreue des taux longs accompagne clairement le recul de l'inflation et le ralentissement tendanciel de l'activité dans les économies avancées au cours des quatre dernières décennies. A ces deux tendances lourdes, se sont ajoutés avec la crise financière l'effet des politiques de détente quantitative, dont l'objectif explicite était d'encourager la baisse des taux longs, et la fixation depuis le milieu de la décennie de taux directeurs négatifs en Europe (Danemark, BCE, Suède, Suisse) et au Japon. Complétée par un guidage des anticipations (forward guidance) de plus en plus long et explicite, les taux négatifs ont pour objectif de renchérir le coût des réserves conservées par les banques et à les encourager par là-même à prêter aux entreprises et aux ménages les liquidités abondantes mises à leur disposition par les instituts d'émission plutôt que de les thésauriser à la Banque Centrale. En pratique, les études récentes montrent que leur effet principal a été de comprimer la rentabilité des banques alors mêmes que celles-ci font face en Europe en particulier à un environnement déprimé, des niveaux encore élevés de créances douteuses et les défis structurels posés par la transformation digitale. Au lieu de stimuler la croissance du crédit, les taux négatifs ont contribué à l'érosion de leur base en capital et donc réduit leur capacité de prêt.

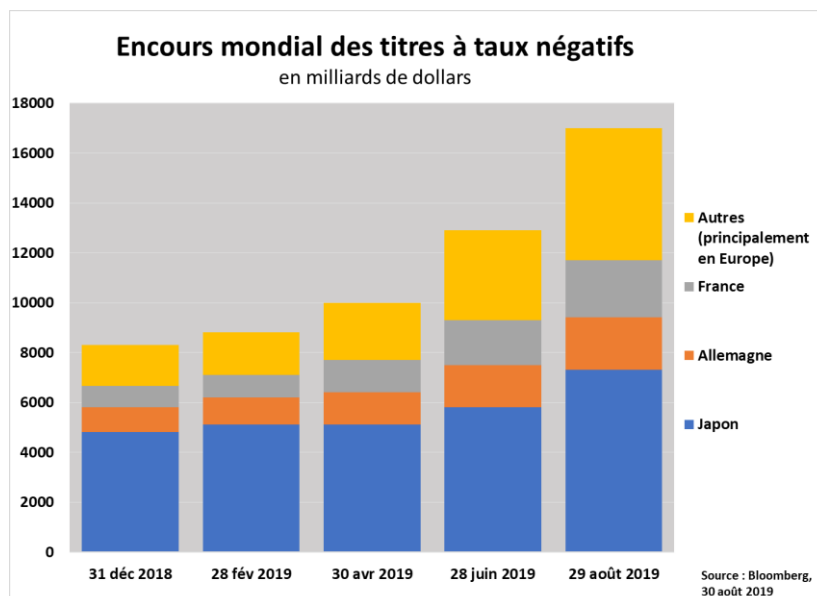
Le basculement des taux longs en territoire négatif relève a priori d'une autre logique. Contrairement aux

taux courts, qui traduisent l'orientation donnée à la politique monétaire par les Banques Centrales, les taux longs relèvent d'un phénomène de marché. La rémunération des emprunteurs que rend possible la

« Si l'espérance de gain reste en effet possible avec un taux négatif, elle ne peut se concrétiser qu'en cas de validation d'anticipations de plus en plus pessimistes sur l'évolution du PIB nominal et donc des taux futurs »

formation de taux négatifs sur le marché obligataire peut certes trouver des explications techniques. Elle n'en demeure pas moins, au vu de la dimension massive du phénomène (graphique 6), le signe d'une aversion maximale au risque mais aussi d'un dysfonctionnement des marchés. Si l'espérance de gain reste en effet possible avec un taux négatif, elle ne peut se concrétiser qu'en cas de validation d'anticipations de plus en plus pessimistes sur l'évolution du PIB nominal (croissance réelle plus inflation) et donc des taux futurs – suffisamment pessimistes en tout cas pour compenser la perte en capital imposée par le rendement négatif.

Graphique 6



Perspectives Macro

D'autres facteurs peuvent contribuer à amplifier le mouvement comme, dans le cas de la zone euro, la rareté relative de l'offre de titres longs associée à la rigueur budgétaire et les anticipations d'une reprise possible de la détente quantitative ou à tout le moins de nouvelles baisses des taux directeurs de la BCE. Par ailleurs, le durcissement des règles de solvabilité oblige banques, fonds de retraite et compagnies d'assurance à poursuivre leurs souscriptions d'obligations publiques quel que soit leur rendement. La contamination des classes d'actifs plus longs (15 ans et plus en Allemagne, Pays-Bas, Finlande et Danemark) s'explique à son tour par la quête désespérée de rendement de la part de ces mêmes investisseurs qui les oblige à se reporter sur les échéances les plus lointaines, provoquant la chute de leurs taux. La même dynamique s'applique aux titres de la dette souveraine des pays d'Europe du Sud (taux nuls sur les [taux espagnols](#) à dix ans) et aux obligations privées dont les rendements s'approchent aux Etats-Unis de leur plancher historique ([graphique 7](#)).

Déstabilisante pour les banques, les assureurs et les fonds de retraite, la prolifération des rendements négatifs (inexistants avant 2015) n'est pas seulement le signe d'une résurgence de la menace déflationniste. Elle contribue à l'avènement de cette menace en ancrant les anticipations sur des niveaux d'inflation de plus en plus bas, voire négatifs, et en

décourageant par là-même la dépense des ménages et l'investissement des entreprises. Elle laisse craindre une « japonisation » de l'économie de la zone euro, autrement dit le basculement d'un nombre croissant d'entreprises et d'institutions financières dans un état de survie artificielle, alors même que leur rentabilité n'est plus assurée, le tout dans un contexte de vieillissement démographique rapide et de décélération marquée de la croissance nominale.

La nouvelle baisse des taux décidée par la BCE le 12 septembre ne sera pas de grand secours dans ces conditions et pourrait même s'avérer contre-productive. La relance de la détente quantitative, en revanche, devrait contribuer à relever les anticipations inflationnistes. L'opposition de plusieurs gouverneurs, dont Jens Weidmann, le président la Bundesbank, et François Villeroy de Galhau, le gouverneur de la Banque de France, a toutefois conduit à limiter à 20 milliards d'euros par mois les achats de titre de la BCE. Un montant très certainement insuffisant pour avoir un impact macroéconomique significatif. Maillon faible de l'économie mondiale, la zone euro ne peut guère espérer plus de sa Banque centrale et reste prise au piège de l'aversion allemande à toute politique de relance d'envergure, qu'elle soit budgétaire ou monétaire.

Graphique 7

Indice Moody's des rendements sur les Corporate Bonds notés Baa



Les zones grisées correspondent aux périodes de récession. Dernier point : août 2019

Source : Federal Reserve Bank of St. Louis

Perspectives Macro

Le yuan, la dette et Hong-Kong : la montée du risque systémique chinois

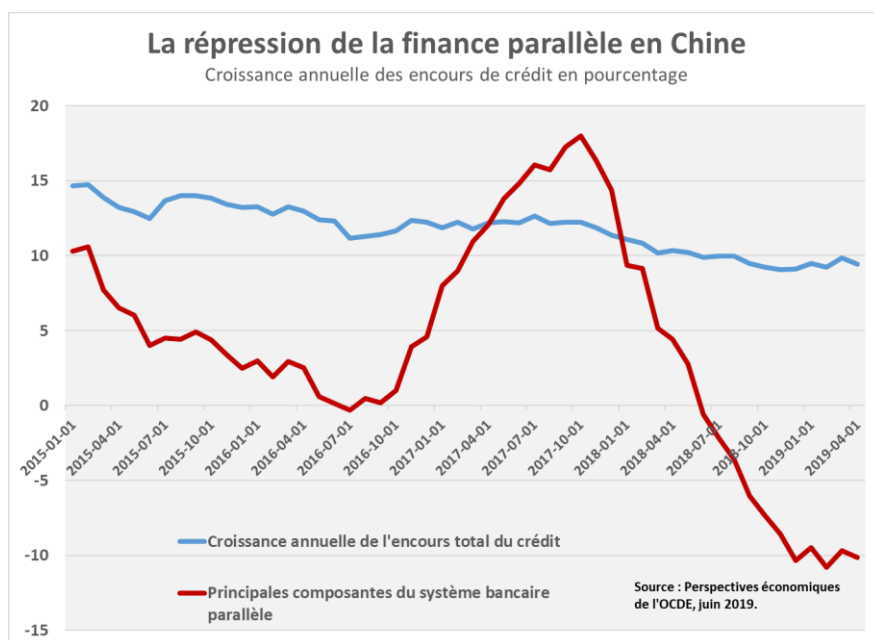
Comme on le pressentait, la riposte cambiaire à l'agressivité commerciale américaine s'est finalement concrétisée début août avec l'assouplissement de la politique de change chinoise, qui a immédiatement propulsé la parité au-dessus de la barre des 7 yuans pour un dollar. Quelques jours plus tôt, le Président américain avait annoncé l'imposition d'un nouveau tarif de 10% (révisé par la suite à 15%) sur les 300 milliards de dollars d'importations de produits chinois non encore taxés ([graphique 2](#)). En laissant glisser sa monnaie (7% de dépréciation depuis mai 2019), Pékin soulage les marges de ses entreprises exportatrices et ménage ses réserves de change. Parallèlement, de nouvelles restrictions aux mouvements de capitaux ont été imposées fin août pour contrer le risque de fuite des capitaux et une chute incontrôlée de la monnaie qui mettrait en difficulté les entreprises endettées en dollars.

Décidées à poursuivre la campagne d'assainissement financier lancée fin 2017, les autorités n'ont pas relâché leur pression sur les circuits de la finance parallèle ([graphique 8](#)) et donc sur l'endettement des ménages et des PME, tout en assouplissant l'accès au

crédit officiel pour les entreprises du secteur public. L'effort de soutien de l'activité s'opère donc principalement par le canal budgétaire, avec une impulsion de l'ordre de 1% à 1,5% du PIB en 2019 selon l'OCDE et le FMI dont il n'est pas sûr qu'elle suffise à bloquer la poursuite de la décélération de la croissance du PIB.

En attendant, les difficultés des PME, exacerbées par la guerre commerciale, rétroagissent sur les banques de taille moyenne et petite qui avaient joué un rôle majeur dans le contournement des réglementations imposées aux banques officielles et l'expansion de la finance parallèle dans la première partie de la décennie. Avec un tiers des actifs du secteur bancaire, ce segment de la galaxie financière chinoise constitue une zone de vulnérabilité importante, qu'illustre les faillites à répétition observées depuis le printemps. Sur le marché interbancaire, le spread – insignifiant dans le passé – se creuse depuis la fin 2018 entre les taux auxquels ces banques se refinancent par rapport aux taux consentis aux grandes banques. Très exposées au ralentissement de l'activité et aux défauts des PME, ces banques ont accumulé quelques 1300 milliards de dollars de créances douteuses, soit l'équivalent d'un dixième du PIB chinois.

Graphique 8



Perspectives Macro

La dégradation rapide de la balance courante, dont le solde devrait être négatif en 2019 pour la première fois depuis 1993, laisse toutefois planer un doute sur la capacité des autorités à maintenir le taux de change sous contrôle. Face à la désaffection des investisseurs étrangers, la stabilité des réserves de change (3200 milliards de dollars fin août, soit neuf mois d'importations de biens et services) dépend de façon cruciale de la capacité du secteur productif à réduire sa dépendance des produits étrangers sans que sa productivité en soit affectée. Dans un contexte de fermeture du marché américain et d'atonie de la demande mondiale, la marche forcée vers l'indépendance technologique et l'introversion de la croissance deviennent les axes obligés de la stratégie de développement chinoise, une stratégie qui risque de s'accompagner d'un contrôle de plus en plus strict du parti sur l'économie et la société.

C'est précisément ce tournant autoritaire qui menace le statut politique, économique et financier de Hong Kong. Malgré l'érosion rapide de son poids relatif avec l'expansion fulgurante de l'économie chinoise, Hong Kong a conservé une place stratégique dans le développement chinois du fait de son statut de centre financier offshore. De par la qualité de ses infrastructures institutionnelles, financières et juridiques, la liberté totale assurée aux mouvements de capitaux et la pérennité de son currency board qui garantit un taux de change intangible vis-à-vis du dollar américain, le territoire continue de servir à la fois de sas financier et de pare-feu entre la Chine et le reste du monde.

Depuis 2010, les trois-quarts des introductions en bourse et les trois-cinquièmes des émissions obligataires offshore effectuées par les entreprises chinoises (dont Tencent et Xiaomi) ont été opérées à Hong Kong. De même, les deux-tiers des investissements directs en Chine et des investissements à l'étranger des firmes chinoises transitent par Hong Kong. Le territoire constitue un point de passage obligé pour les investisseurs étrangers intéressés par les marchés boursiers et obligataires chinois. Si la Chine a pu préserver,

contrôle des changes aidant, la relative insularité de son système financier sans en subir les conséquences, elle le doit largement au statut spécial de Hong Kong.

« Si la Chine a pu préserver, contrôle des changes aidant, la relative insularité de son système financier sans en subir les conséquences, elle le doit largement au statut spécial de Hong Kong »

L'instabilité politique créée par l'ingérence croissante de Pékin dans la vie politique du territoire – en contradiction avec le principe « un pays, deux systèmes » énoncé par Deng Xiaoping lors de sa rétrocession à la Chine en 1997 – ne menace pas seulement l'économie de la cité-Etat. Elle constitue une zone de vulnérabilité majeure pour l'économie chinoise qui dépend d'elle pour la poursuite de son expansion globale. A quoi s'ajoute que les banques chinoises sont fortement engagées dans le système bancaire de Hong Kong, dont elles concentrent 37% des actifs, soit 1100 milliards de dollars (9% du PIB chinois).

Avec un régime de change fixe, une base de dépôts bancaires considérables (1700 milliards de dollars) et une liberté totale des mouvements de capitaux, une panique financière dans la cité-Etat jouerait un rôle de détonateur dans une région déjà fortement déstabilisée par le marasme du commerce mondial, le surendettement de ses entreprises et la montée du dollar. De quoi certainement inciter Pékin à calmer le jeu à l'approche du 1^{er} octobre, date des commémorations du 70^{ème} anniversaire de la révolution. Il n'est pas sûr cependant que les gestes d'apaisement de l'exécutif de Hong Kong (retrait de la loi d'extradition) suffisent à calmer une population qui a pris en conscience en quelques semaines du futur qui l'attendait.

Perspectives Macro

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, RCS Paris B 524 396 348
37 avenue Pierre 1er de Serbie 75008 Paris - contact@ycap.fr